

332.6

HAR

P

CI

**PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL DAN RISIKO EKONOMI
TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN
DI BURSA EFEK JAKARTA
(Studi Kasus *Basic Industry and Chemical*)**



Tesis

Untuk memenuhi sebagian persyaratan
mencapai gelar Sarjana S-2
Program Magister Akuntansi

**Pancawati Hardiningsih
C4C099217**

**Program Studi Magister Akuntansi
Universitas Diponegoro
Semarang
2001**

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis berjudul

PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL DAN RISIKO EKONOMI

TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN DI BEJ

(Studi Kasus Basic Industry and Chemical)

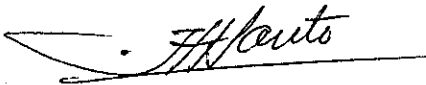
yang dipersiapkan dan disusun oleh

Pancawati Hardiningsih

C4C099217

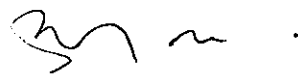
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 15 Juni 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama/ Ketua



Drs. L. Suryanto, MM

Pembimbing/ Anggota



Drs. Anis Chariri, MCom, Akt

Semarang, 15 Juni 2001
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Akuntansi
Ketua Program,



Drs. M. Nasir, MSi, Akt

Abstract

The result of investigation shows that fundamental factors which are measured by financial ratios, especially Return on Asset (ROA) and Price to Book Value (PBV), have positive effect on stock price or return. This is because of the fact that the higher these two ratios the better the company's performance and the higher the return. Besides fundamental factors, stock return was influenced by economic risks. Economic risks which are measured by exchanges rate have negative impact on the return. The weak exchange rate of domestic currency make investment in stock market getting not interesting. Consequently, stock price tend to decrease. However, inflation as another proxy of economic risk.

The current research is aimed at analyzing the effect of fundamental factors and economic risks on stock return for industrial and chemical companies listed in the Jakarta Stock Exchanges. Sample used in this research consisted on 30 companies which were observed quarterly from the period of the third quarter 1993 to the third quarter 2000. Data was analyzed by using multiple regression to test the effect of independent variables on dependent variables. F-test and t-test was employed to test the hypothesis with 5% level of significance.

In addition, ROA shows a dominant effect on stock return (this shown by beta standard of 1.268). The prediction power of regression model is 42.4%.

Key-words: ROA, PBV, inflation, foreign exchange rate, return.

Abstraksi

Faktor fundamental yang ditunjukkan dalam rasio keuangan terutama return on asset (ROA) dan price to book value (PBV) mempunyai pengaruh positif terhadap harga atau return saham, karena semakin tinggi ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin membaik sehingga berpengaruh positif terhadap harga atau return saham. Demikian pula dengan PBV yang semakin besar, berarti para investor menilai saham perusahaan semakin lebih besar dari pada nilai bukunya sehingga harga atau return saham juga semakin meningkat. Sementara itu, risiko ekonomi yang ditunjukkan dalam inflasi dan nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing mempunyai pengaruh yang negatif terhadap harga atau return saham. Jika inflasi suatu negara semakin meningkat dan nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing semakin melemah, maka investasi di pasar sekuritas menjadi semakin tidak menarik sehingga harga atau return saham semakin menurun.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor fundamental dan risiko ekonomi terhadap return saham bagi perusahaan sektor basic industry and chemical di Bursa Efek Jakarta. Sampel yang digunakan sejumlah 30 saham dengan periode pengamatan triwulanan sejak triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000. Teknik analisis regresi berganda digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel independen secara bersama-sama dan parsial terhadap variabel dependen. F-test dan t-test digunakan untuk menguji hipotesis dengan tingkat signifikansi 5%.

Hasil analisis menunjukkan bahwa faktor fundamental dan risiko ekonomi secara bersama-sama signifikan berpengaruh terhadap return saham. Secara parsial, ROA merupakan variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap return saham (ditunjukkan dengan beta standar sebesar 1.268). Model dalam penelitian ini (ROA, PBV, inflasi dan nilai tukar) secara bersama-sama mampu menjelaskan return saham sebesar 42,4% (ditunjukkan dengan $R^2 = 0.424$).

Key-words: ROA, PBV, inflasi, nilai tukar, return.

KATA PENGANTAR

Dengan izin, rahmat, dan hidayah Allah SWT, maka terselesaikanlah tesis saya ini dengan judul **Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Ekonomi terhadap Return Saham Perusahaan Di Bursa Efek Jakarta (Studi Kasus *Basic Industry & Chemical*)**. Tesis ini disusun guna memenuhi sebagian persyaratan untuk mencapai gelar Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.

Selama penyusunan tesis ini, banyak bantuan dan bimbingan telah saya dapatkan dari berbagai pihak; dan saya ucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Drs. L. Suryanto, MM dan Drs. Anis Chariri, M.Com, Akt selaku dosen pembimbing yang dengan sabar dan teliti telah mengarahkan penyusunan tesis ini.
2. Bapak Drs. M. Nasir, MSi, Akt selaku Ketua Program Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
3. Seluruh dosen dan karyawan Program Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
4. Para pimpinan dan rekan-rekan staf pengajar STIE Stikubank Semarang yang telah memberikan dorongan moril dan materiil dalam penyelesaian studi ini.
5. Suamiku tersayang, Ibunda serta Dewa dan Hemas tercinta yang selalu memberikan motivasi dalam studi ini.
6. Pihak-pihak lainnya yang tidak dapat saya sebutkan satu-persatu demi terselesaikannya tesis ini, terutama yang telah membantu memberikan data

penelitian seperti Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM), dan Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Jawa Tengah.

Tesis ini masih jauh dari sempurna karena keterbatasan dan pengalaman penulis, maka penulis berharap atas segala saran dan kritik membangun demi kesempurnaan penelitian mendatang.

Semarang, Juni 2001

Penulis,

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Abstract	iii
Abstraksi	iv
Kata Pengantar	v
Daftar Isi	vii
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
 BAB I PENDAHULUAN	 1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Perumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	8
1.4. Manfaat Penelitian	9
 BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS.....	 10
2.1. Telaah Pustaka	10
2.1.1. Faktor Fundamental	10
2.1.2. Risiko Ekonomi	20
2.2. Penelitian Sebelumnya	33
2.2.1. Penelitian Pengaruh Faktor Fundamental terhadap	

	Return Saham	33
	2.2.2. Penelitian Pengaruh Risiko Ekonomi terhadap Return Saham	37
	2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis	42
	2.4. Perumusan Hipotesis	33
BAB III	METODE PENELITIAN.....	45
	3.1. Jenis dan Sumber Data	45
	3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	45
	3.3. Metode Pengumpulan Data	46
	3.4. Definisi Operasional Variabel	46
	3.5. Teknik Analisis	47
BAB IV	PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN.....	54
	4.1. Gambaran Umum Responden	54
	4.2. Profil Responden	56
	4.3. Pengujian Asumsi Klasik	66
	4.3.1. Normalitas	66
	4.3.2. Multikolinieritas	69
	4.3.3. Heteroskedastisitas	71
	4.3.4. Autokorelasi	72
	4.4. Hasil Estimasi Regresi	74
	4.4.1. Pengujian Hipotesis Pertama	74
	4.4.2. Pengujian Hipotesis Kedua	75

4.4.3. Pengujian Hipotesis Ketiga	76
4.5. Pembahasan dan Implikasi Hasil Penelitian	76
4.6. Keterbatasan Penelitian	84
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	86
5.1. Kesimpulan	86
5.2. Saran	87
Referensi	89
Lampiran-lampiran	91
Daftar Riwayat Hidup Penyusun	124

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1 : Pengelompokan Rasio Keuangan	18
Tabel 2 : ICRG <i>Risk Categories</i>	22
Tabel 3 : Hasil Penelitian Hubungan Faktor Fundamental dengan <i>Return Saham</i>	34
Tabel 4 : Hasil Penelitian Hubungan Risiko Ekonomi dengan <i>Return Saham</i>	38
Tabel 5 : Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional	47
Tabel 6 : Jumlah Sampel Terpilih Beserta Saat Emisinya dan Total Emisi ..	55
Tabel 7 : Latar Belakang Profil Responden	57
Tabel 8 : Pertumbuhan Asset Periode Triwulan 3-1993 s/d 2000	59
Tabel 9 : Pertumbuhan Equity Periode Triwulan 3-1993 s/d 2000	60
Tabel 10 : Pertumbuhan Sales Periode 963.*-Triwulan 3-1993 s/d 2000	62
Tabel 11 : Pertumbuhan Net Income Periode Triwulan 3-1993 s/d 2000	63
Tabel 12 : Kinerja Keuangan Ditinjau dari Return On Asset (ROA)	64
Tabel 13 : Perhitungan Rasio Skewness	67
Tabel 14 : Perhitungan Rasio Skewness	68
Tabel 15 : Korelasi Antar Variabel Bebas	70
Tabel 16 : Nilai Variance Inflation Factor (VIF).....	71
Tabel 17 : Hasil Uji Heteroskedastisitas	71
Tabel 18 : Hasil Estimasi Regresi Berganda	74
Tabel 19 : Nilai Koefisien Beta Standar & Korelasi Parsial	75

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1 : Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Ekonomi terhadap <i>Return Saham</i>	42
Gambar 2 : Posisi Angka <i>Durbin-Watson</i>	51
Gambar 3 : Hasil Uji <i>Durbin-Watson</i>	72

LAMPIRAN-LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 : Data Return On Asset (ROA)	91
Lampiran 2 : Data Price to Book Value (PBV)	93
Lampiran 3 : Daftar Indeks Harga Saham Individual	95
Lampiran 4 : Daftar Perhitungan Actual Return 1993-2000	98
Lampiran 5 : Ringkasan Perhitungan Average Actual Return	104
Lampiran 6 : Perhitungan Total dan Average Actual Return	107
Lampiran 7 : Ringkasan Data Penelitian – 29	108
Lampiran 8 : Hasil Uji Normalitas Data – 29	109
Lampiran 9 : Perhitungan Nilai Z-Score	113
Lampiran 10: Ringkasan Data Penelitian untuk Analisis – 27	114
Lampiran 11: Hasil Uji Normalitas Data – 27	115
Lampiran 12: Hasil Analisis Statistik	119
Lampiran 13: Hasil Pengujian Heteroskedastisitas	123

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Para investor yang melakukan aktivitas investasi di pasar modal memerlukan berbagai macam informasi. Secara garis besar informasi tersebut terdiri dari informasi yang bersifat fundamental dan informasi teknikal. Francis (1988) menyatakan bahwa dalam analisis sekuritas digunakan dua pendekatan yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Analisis fundamental didasarkan pada dua model dasar penilaian sekuritas yaitu *earnings multiplier* dan *assets values*. Faktor yang mempengaruhi kedua model penilaian sekuritas tersebut adalah rasio keuangan yang merupakan indikator kinerja perusahaan (Francis, 1988: pp. 438-439). Sedangkan analisis teknikal secara umum memfokuskan perhatian pada *chart* dari harga pasar sekuritas. Dalam *Dow Theory* dinyatakan bahwa pergerakan harga sekuritas dibedakan dalam tiga komponen yaitu fluktuasi harian (*daily fluctuation*), pergerakan secara bulanan (*secondary movement*), dan *primary trend* (Francis, 1988: pp. 504-505). Pergerakan harga saham tersebut dipengaruhi oleh faktor di luar perusahaan yang ikut mempengaruhi harga saham di pasar modal, seperti kondisi ekonomi, politik dan keuangan suatu negara (Claude et al, 1996: pp 29). Informasi fundamental dan teknikal tersebut dapat digunakan sebagai dasar bagi investor untuk memprediksi

return, risiko atau ketidak pastian, jumlah, waktu, dan faktor yang berhubungan dengan aktivitas investasi di pasar modal.

Berdasar laporan keuangan perusahaan dapat diketahui rasio-rasio keuangan yang lazim digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Dari berbagai rasio keuangan terdapat dua kelompok rasio keuangan yang dapat digunakan untuk memprediksi *return* saham, yaitu: rasio rentabilitas (profitabilitas) dan rasio pasar (*market ratios*). Rasio profitabilitas yang berfungsi dan sering digunakan untuk memprediksi *return* saham adalah *return on asset* (ROA) atau *return on investment* (ROI). ROA atau ROI digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Dengan demikian *return on assets* (ROA) merupakan rasio laba bersih terhadap total aktiva, dimana laba bersih dihitung laba bersih setelah pajak atau *net income after tax* (NIAT) dan total aktiva yang digunakan adalah *average total assets* yang diperoleh dari rata-rata total assets pada awal dan akhir tahun. Jika ROA semakin meningkat, maka kinerja perusahaan juga semakin membaik, karena tingkat kembalian semakin besar. Bahkan Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa ROA merupakan rasio yang terpenting diantara rasio profitabilitas yang ada untuk memprediksi *return* saham.

Namun, beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa ROA atau ROI yang semakin meningkat belum tentu meningkatkan *return* dari saham perusahaan tersebut. Salah satu bukti empiris menunjukkan bahwa *return on assets* (ROA) tidak mempengaruhi *return* saham di pasar perdana (Rina Trisnawati, 1999).

Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Syahib Natarsyah (2000) menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga atau *return* saham di pasar sekunder. Kedua hasil penelitian tersebut berbeda dari sisi waktu; dimana Rina Trisnawati (1998) hanya mengamati pada saat IPO (*initial epublic offering*), sedangkan Syahib Natarsyah (2000) mengamati beberapa tahun pada pasar sekunder. Karena perbedaan pengamatan tersebut menunjukkan hasil penelitian yang berbeda. Disamping itu hasil penelitian Rina Trisnawati (1999) tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi ROA, maka tingkat kembalian (*return*) semakin besar. Oleh karena itu, perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menghubungkan antara ROA dengan *return* saham terutama di pasar sekunder.

Kelompok rasio keuangan yang kedua adalah rasio pasar (*market ratios*). Dari berbagai rasio pasar yang sering dikaitkan dengan harga atau *return* saham adalah *price to book value* (PBV). *Price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio PBV-nya mencapai di atas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya.

Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal (*investor*) relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan. Dengan demikian semakin tinggi rasio PBV akan berpengaruh positif terhadap harga saham dari perusahaan yang bersangkutan. Beberapa bukti empiris

tentang pengaruh PBV terhadap harga atau *return* saham menunjukkan hasil temuan yang masih kontradiktif, terutama hasil temuan di luar negeri dengan di dalam negeri. Di pasar modal luar negeri, terutama di pasar modal negara-negara maju (*developed market*) menunjukkan bahwa PBV berpengaruh positif terhadap harga atau *return* saham (Ferson & Harvey 1996; dan Claude *et al.* 1996). Sementara, di Indonesia menunjukkan bahwa PBV berpengaruh negatif terhadap *return* saham (Siddharta Utama dan Anto Yulianto Budi Santoso 1998). Karena hasil temuan yang masih kontradiktif (terutama di Indonesia) dan juga bertentangan dengan teori yang ada, maka perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menghubungkan antara PBV dengan *return* saham.

Return saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi saham di pasar modal yang dapat berupa *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi (juga disebut sebagai *actual return*) merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa datang. Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan diperoleh investor di masa mendatang yang dihitung dengan mengalikan masing-masing hasil masa depan (*outcome*) dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlahkannya.

Disamping faktor fundamental tersebut, para investor juga menggunakan faktor teknikal untuk memprediksi *return* saham. Faktor teknikal yang lazim

digunakan oleh para investor meliputi faktor ekonomi, politik, dan finansial. Secara kuantitatif, faktor ekonomi dapat diukur dari beberapa indikator antara lain diukur dengan tingkat inflasi, dan nilai tukar mata uang (*foreign exchange rate*) suatu negara terhadap mata uang asing.

Inflasi suatu negara menunjukkan kemampuan atau daya beli masyarakat terhadap barang-barang kebutuhan sehari-hari atau kebutuhan pokok. Sebab utama timbulnya inflasi adalah kelebihan permintaan yang disebabkan karena penambahan jumlah uang beredar. Inflasi yang tinggi menyebabkan menurunnya keuntungan suatu perusahaan dan menyebabkan efek ekuitas menjadi kurang kompetitif, sehingga kenaikan tingkat inflasi berdampak pada penurunan harga-harga saham di pasar modal.

Tingkat inflasi yang tinggi menyebabkan kurang menarik bagi investor untuk membeli saham, karena dengan tingkat inflasi yang tinggi dan investasi saham hanya mampu menghasilkan pendapatan atau *return* yang relatif tetap, maka secara riil *return* menurun; demikian sebaliknya jika tingkat inflasi relatif kecil (rendah). Inflasi tinggi (*hyper inflation*) yaitu inflasi yang paling parah akibatnya yang ditandai harga-harga naik sampai 5 atau 6 kali. Sedangkan inflasi menengah (*galloping inflation*) ditandai dengan kenaikan harga yang cukup besar (biasanya *double digit* atau bahkan *triple digit*) dan kadang-kala berjalan dalam waktu yang relatif pendek dalam arti harga-harga minggu/ bulan ini lebih tinggi daripada minggu/ bulan lalu. Laju inflasi yang ketiga adalah inflasi merayap (*creeping inflation*) yang ditandai dengan laju inflasi yang rendah (kurang dari

10% per tahun), dan kenaikan harga berjalan secara lambat dengan persentase yang kecil dan dalam jangka waktu yang relatif lama. (Nopirin, 1996: pp. 25-27).

Faktor kedua dari faktor ekonomi adalah nilai tukar (*exchange rate*) yaitu satuan yang mengukur nilai mata uang domestik terhadap nilai mata uang asing. Dalam pengukuran nilai tukar ini, satuan nilai yang digunakan adalah nilai mata uang rupiah terhadap dolar Amerika Serikat (Rp/ US\$). Jika nilai mata uang rupiah semakin merosot/ turun (rupiah terdepresiasi) terhadap US\$, maka kondisi ekonomi Indonesia terhadap negara asing (Amerika Serikat) juga semakin merosot. Hal ini berdampak terhadap menurunnya harga saham (indeks harga saham) di pasar modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta).

Beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* saham di BEJ (Adler Manurung, 1994; Indi Sutopo dan Sudarto, 1999; Eny Pudjiastuti, 2000). Sementara bukti empiris di luar negeri, menunjukkan bahwa *return* saham tidak dipengaruhi oleh faktor ekonomi (termasuk tingkat inflasi), tetapi dipengaruhi faktor politik (Claude *et al.* 1996).

Dari hasil penelitian tersebut terlihat bahwa bukti tentang hubungan tingkat inflasi dengan *return* saham masih terjadi hasil temuan yang kontradiktif (terutama hasil temuan di Indonesia dengan di luar negeri). Oleh karena itu, perlu dilakukan penelitian lanjutan untuk membuktikan hubungan atau pengaruh tingkat inflasi dengan *return* saham.

Sementara itu, bukti empiris tentang pengaruh atau hubungan nilai tukar dengan *return* saham menunjukkan bahwa nilai tukar (dalam hal ini Rp/ US\$)

mempunyai hubungan positif dengan investasi di pasar uang dan deposito berjangka; tetapi di pasar modal tidak dapat ditunjukkan adanya hubungan atau pengaruh antara nilai tukar (US Dollar) dengan *return* saham (Adler Manurung, 1994; Claude *et al.*, 1996). Harga atau *return* saham justru lebih dipengaruhi oleh risiko politik (*political risk*) terutama bagi pasar modal yang tergolong *emerging*. Namun, bukti empiris lainnya menunjukkan bahwa pergerakan IHSG di BEJ berpengaruh negatif terhadap pergerakan kurs rupiah terhadap dolar Amerika Serikat di pasar valuta asing dan bukan sebaliknya (Setyorini & Supriyadi, 2000).

Atas dasar berbagai penelitian tersebut dapat dirumuskan bahwa hasil penelitian yang berkaitan dengan hubungan faktor fundamental dan risiko ekonomi memberikan hasil yang berbeda-beda. Oleh karenanya perlu dilakukan penelitian lanjutan tentang hubungan/ pengaruh nilai tukar terhadap *return* saham.

1.2. Perumusan Masalah

Seperti telah disebutkan di muka, bahwa pada dasarnya investasi yang dilakukan oleh investor di pasar modal Indonesia (Bursa Efek Jakarta) tidak hanya dipengaruhi faktor fundamental saja, tetapi juga dipengaruhi oleh faktor teknis, seperti faktor ekonomi (inflasi dan nilai tukar).

Mengingat beberapa bukti empiris tentang hubungan atau pengaruh faktor fundamental (terutama ROA dan PBV) terhadap harga atau *return* saham menunjukkan hasil yang kontradiktif, maka diperlukan penelitian lanjutan.

Demikian pula bukti empiris tentang hubungan atau pengaruh faktor teknikal (inflasi dan nilai tukar) dengan harga atau *return* saham.

Berdasar teori dan bukti empiris, maka menjadi permasalahan dalam penelitian ini adalah: **(1) apakah faktor-faktor fundamental (ROA dan PBV) dan risiko ekonomi (Inflasi dan nilai tukar) secara bersama-sama berpengaruh terhadap *return* saham pada kelompok *basic industry & chemical*; (2) faktor-faktor manakah yang berpengaruh signifikan dan dominan terhadap *return* saham pada kelompok *basic industry & chemical*; dan (3) seberapa besar kontribusi faktor-faktor fundamental dan risiko ekonomi mampu menjelaskan *return* saham pada kelompok *basic industry & chemical*.**

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah: (1) untuk menganalisis apakah faktor-faktor fundamental (ROA dan PBV) dan risiko ekonomi (Inflasi dan nilai tukar) secara bersama-sama berpengaruh terhadap *return* saham pada kelompok *basic industry & chemical*; (2) untuk menganalisis faktor-faktor mana yang berpengaruh signifikan dan dominan terhadap *return* saham pada kelompok *basic industry & chemical*; dan (3) untuk menganalisis seberapa besar kontribusi faktor-faktor fundamental dan risiko ekonomi mampu menjelaskan *variance return* saham pada kelompok *basic industry & chemical*.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat bagi investor terutama digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan sehubungan dengan portofolio investasi di pasar modal. Dengan mempertimbangkan faktor fundamental dan teknikal, diharapkan para investor dapat memprediksi *return* saham secara optimal.

Bagi perusahaan (emiten) digunakan sebagai dasar untuk pengambilan kebijakan finansial guna meningkatkan kinerja perusahaannya sehingga dapat lebih meningkatkan nilai (*value added*) perusahaan.

Bagi pemerintah digunakan sebagai dasar untuk membuat rencana perbaikan dan pengembangan ekonomi, terutama dalam pengendalian tingkat inflasi, dan pengendalian nilai tukar rupiah terhadap US dolar yang saat ini cenderung menurun, dan mengakibatkan resiko ekonomi negara semakin meningkat yang berdampak menurunnya para investor asing untuk menanamkan dananya di Indonesia.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Faktor Fundamental

Faktor fundamental merupakan faktor yang berhubungan dengan kondisi perusahaan (emiten) yang meliputi kondisi manajemen, organisasi, sumberdaya manusia dan kondisi keuangan perusahaan yang tercermin dalam kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan ditunjukkan dalam laporan keuangan perusahaan yang terdiri dari laporan neraca, laba-rugi, dan laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, dan catatan atas laporan keuangan (PSAK No.1). Nilai fundamental merupakan nilai instrinsik dari suatu saham yang dianalisis dengan menggunakan analisis sekuritas fundamental. Analisis fundamental merupakan analisis yang menggunakan data finansial yaitu data yang berasal dari keuangan perusahaan, misalnya laba, dividen yang dibayar, penjualan dan lainnya (Jogiyanto, 1998: pp. 70).

Analisis fundamental merupakan analisis yang digunakan untuk mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan (1) *mengestimate* nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang, dan (2) menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Model ini sering disebut sebagai *share price forecasting model*. Dalam model peramalan ini, langkah yang penting adalah

mengidentifikasi faktor-faktor fundamental (seperti penjualan, pertumbuhan penjualan, biaya, kebijakan dividen, dan sebagainya) yang diperkirakan akan mempengaruhi harga saham. Jika kemampuan perusahaan semakin meningkat (misalnya menghasilkan laba yang meningkat), maka harga saham akan meningkat pula. Dengan kata lain profitabilitas akan mempengaruhi harga saham (Suad Husnan, 1998:pp. 315).

Analisis fundamental berlandaskan atas kepercayaan bahwa nilai suatu saham sangat dipengaruhi oleh kinerja perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Jika prospek suatu perusahaan publik sangat kuat dan baik, maka harga saham perusahaan tersebut diperkirakan akan merefleksikan kekuatan dan harganya akan meningkat. Namun harus diperhatikan bahwa nilai dari suatu efek ekuitas tidak hanya ditentukan oleh tingkat kembalian yang dijanjikan tetapi juga tingkat risiko yang terkandung didalamnya. Analisis fundamental pada dasarnya adalah melakukan analisis historis atas kekuatan keuangan dari suatu perusahaan yang sering disebut sebagai *company analysis*. Data yang digunakan adalah data historis, artinya data yang telah terjadi dan mencerminkan keadaan keuangan yang telah lewat, dan bukan mencerminkan keadaan keuangan yang sebenarnya pada saat analisis. Dalam *company analysis*, para pemodal atau investor akan mempelajari laporan keuangan perusahaan dengan tujuan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan perusahaan, mengidentifikasi kecenderungan atau pertumbuhan yang mungkin ada, mengevaluasi efisiensi operasional dan memahami sifat dasar dan karakteristik operasional dari perusahaan tersebut.

Hal hal yang penting dan biasanya merupakan pusat perhatian investor maupun para analis keuangan (*financial analyst*) dalam menganalisis data historis adalah: posisi keuntungan kompetitif perusahaan, profit margin dan pertumbuhan laba perusahaan, likuiditas aktiva perusahaan terutama berhubungan dengan kemampuan keuangan perusahaan di dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, tingkat *leverage* (penggunaan dana pinjaman) terhadap *shareholders' equity*, dan komposisi dan pertumbuhan operasional penjualan perusahaan (Robbert Ang, 1997: pp. 18.2).

Mengingat analisis faktor fundamental didasarkan pada kinerja keuangan perusahaan, maka dalam sub-bab ini akan disajikan beberapa hal yang terkait dengan informasi kinerja keuangan perusahaan yang meliputi: (1) laporan keuangan, dan (2) Rasio-rasio keuangan.

2.1.1.1. Laporan Keuangan

Laporan keuangan merupakan informasi keuangan yang disajikan oleh pihak manajemen perusahaan yang mencerminkan kinerja perusahaan pada periode tertentu yang bermanfaat bagi para pemakai laporan keuangan seperti: investor atau kreditor, pemilik atau pemegang saham, dan perpajakan serta pihak-pihak lain yang berkepentingan dengan laporan keuangan.

Laporan keuangan lazimnya terdiri dari neraca, laporan laba-rugi, dan laporan perubahan ekuitas, laporan arus kas, dan catatan atas laporan keuangan (PSAK No. 1 paragraf 07). Informasi yang disajikan neraca diklasifikasikan dalam aktiva dan pasiva. Selanjutnya, aktiva diklasifikasikan

sebagai aktiva lancar dan tidak lancar; sedangkan pasiva diklasifikasikan ke dalam kewajiban dan ekuitas. Tujuan pengklasifikasian terutama dilihat dari siklus operasi yang diasumsikan satu tahun; kecuali untuk kegiatan atau industri tertentu dimana jangka waktu yang lebih panjang jelas lebih layak.

Informasi yang disajikan dalam laporan laba-rugi minimal mencakup pos-pos: pendapatan, laba rugi usaha, beban pinjaman, bagian dari laba atau rugi perusahaan afiliasi dan asosiasi yang diperlakukan metode ekuitas, beban pajak, laba atau rugi dari aktivitas normal perusahaan, pos luar biasa, hak minoritas, dan laba atau rugi bersih untuk periode berjalan. Sedangkan dalam laporan perubahan ekuitas harus menunjukkan laporan tentang: laba atau rugi bersih periode yang bersangkutan, setiap pos pendapatan dan beban, keuntungan atau kerugian beserta jumlahnya yang berdasarkan PSAK terkait diakui secara langsung dalam ekuitas, pengaruh kumulatif dari perubahan kebijakan akuntansi dan perbaikan terhadap kesalahan mendasar sebagaimana diatur dalam PSAK terkait, transaksi modal dengan pemilik dan distribusi kepada pemilik, saldo akumulasi laba atau rugi pada awal dan akhir periode serta perubahannya, dan rekonsiliasi antara nilai tercatat dari masing-masing jenis modal saham, agio dan cadangan pada awal dan akhir periode yang mengungkapkan secara terpisah setiap perubahan.

Perubahan ekuitas perusahaan menggambarkan peningkatan atau penurunan aktiva bersih atau kekayaan selama periode bersangkutan berdasarkan prinsip pengukuran tertentu yang dianut dan harus diungkapkan

dalam laporan keuangan. Laporan perubahan ekuitas, kecuali untuk perubahan yang berasal dari transaksi dengan yang berasal dari kegiatan perusahaan selama periode yang bersangkutan.

Laporan keuangan yang disajikan tersebut antara lain bertujuan untuk memberikan informasi tentang posisi keuangan, kinerja dan arus kas perusahaan yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan dalam rangka membuat keputusan-keputusan ekonomi serta menunjukkan pertanggung jawaban (*stewardship*) manajemen atas penggunaan sumber-sumber daya yang dipercayakan kepada mereka. Dalam rangka mencapai tujuan tersebut, suatu laporan keuangan menyajikan informasi mengenai perusahaan yang meliputi: aktiva, kewajiban, ekuitas, pendapatan dan beban termasuk keuntungan dan kerugian, dan arus kas.

Berdasar laporan keuangan, maka pihak-pihak yang berkepentingan (pihak ekstern dan intern) dapat memanfaatkan informasi tersebut dalam rangka pengambilan keputusan. Bagi pihak ekstern, seperti investor atau kreditor dapat melakukan penilaian kinerja keuangan perusahaan terutama keputusan dalam hal melakukan investasi atau pemberian pinjaman kepada perusahaan atas dasar informasi mengenai total hutang dan beban bunga yang ditanggung oleh perusahaan. Bagi para pemilik atau pemegang saham bermanfaat untuk melihat tingkat kembalian yang tercermin dalam laporan rugi laba dan besarnya dividen yang menjadi hak para pemegang saham. Bagi pihak pajak dapat diketahui besarnya kontribusi pajak yang diberikan oleh

perusahaan kepada pemerintah. Sementara bagi pihak intern (manajemen) perusahaan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk perencanaan dan pengembangan perusahaan di masa datang. Berdasar informasi laporan keuangan tersebut dapat diketahui kinerja keuangan perusahaan dengan cara melakukan analisis laporan keuangan melalui perhitungan rasio-rasio keuangan.

2.1.1.2. Rasio-rasio Keuangan

Analisis laporan finansial (*financial statements analysis*) secara khusus mencurahkan perhatian kepada perhitungan rasio agar dapat mengevaluasi keadaan finansial pada masa yang lalu, sekarang dan memproyeksikan hasil yang akan datang. Analisis rasio merupakan bentuk atau cara yang umum digunakan dalam analisis laporan finansial. Dengan kata lain, diantara alat-alat analisis yang selalu digunakan untuk mengukur kekuatan atau kelemahan yang dihadapi perusahaan di dibidang keuangan, adalah analisis rasio (*financial ratio analysis*). Rasio merupakan alat yang dinyatakan dalam artian relatif maupun absolut untuk menjelaskan hubungan tertentu antara faktor yang satu dengan faktor yang lain dari suatu laporan finansial. Rasio dapat dihitung berdasarkan *financial statement* yang terdiri dari neraca (*balance sheet*) dan rugi-laba (*income statement*).

Tujuan dari analisis rasio adalah membantu manajer finansial memahami apa yang perlu dilakukan oleh perusahaan berdasarkan informasi

yang tersedia yang sifatnya terbatas berasal dari *financial statement*. Dengan melakukan analisis rasio membiasakan pimpinan membuat keputusan atau pertimbangan tentang apa yang perlu dicapai oleh perusahaan dan bagaimana prospek yang dihadapi oleh perusahaan di masa yang akan datang. Fokus dari analisis ini akan berbeda-beda menurut kepentingan khusus dari *analyst* atau pihak-pihak yang berkepentingan. Bagi kreditor, yang berorientasi pada kepentingan jangka pendek akan memperhatikan harapan jangka pendek (*short term out look*). Sedangkan bagi investor, berorientasi pada kepentingan jangka panjang yang mengacu kepada kelangsungan hidup perusahaan jangka panjang dan kemampuan menghasilkan laba (*profitability*).

Manfaat analisis rasio pada dasarnya tidak hanya berguna bagi kepentingan intern perusahaan melainkan juga bagi pihak luar. Dalam hal ini adalah calon investor atau kreditor yang akan menanamkan dana mereka dalam perusahaan melalui pasar modal dengan cara membeli saham perusahaan yang *go public*. Bagi manajer finansial, dengan menghitung rasio-rasio tertentu akan memperoleh suatu informasi tentang kekuatan dan kelemahan yang dihadapi oleh perusahaan di bidang finansial, sehingga dapat membuat keputusan-keputusan yang penting bagi kepentingan perusahaan untuk masa yang akan datang. Sedangkan bagi investor, atau calon investor atau calon pembeli saham merupakan bahan pertimbangan apakah menguntungkan untuk membeli saham perusahaan yang bersangkutan atau tidak (Syafaruddin Alwi, 1994: pp. 108).

Rasio-rasio finansial umumnya diklasifikasikan menjadi empat macam yaitu: (1) rasio likuiditas atau *liquidity ratio*, mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek yang berupa hutang-hutang jangka pendek atau *short term debt*; (2) rasio *leverage*, mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar hutang bila suatu saat perusahaan dilikuidasi, atau merupakan rasio yang menunjukkan seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh pihak luar; (3) rasio aktivitas atau *activity ratio*, merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menggunakan dana yang tersedia yang tercermin dalam perputaran modalnya; dan (4) rasio keuntungan atau *profitability ratio*, merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (Syafaruddin Alwi, 1994: pp. 109- 110).

Sementara itu, Robbert Ang (1997) mengelompokkan rasio keuangan menjadi lima jenis berdasarkan ruang lingkup atau tujuan yang ingin dicapai. Kelima kelompok rasio tersebut meliputi: rasio likuiditas atau *liquidity ratio*, rasio aktivitas, rasio rentabilitas (*profitability ratio*), rasio solvabilitas, dan rasio pasar. Kelima kelompok rasio keuangan tersebut ditunjukkan dalam tabel 1. Dari kelima kelompok rasio, terdapat sejumlah 30 rasio keuangan yang dapat digunakan untuk memprediksi harga atau *return* saham. Dari 30 rasio keuangan yang sering digunakan untuk memprediksi *return* antara lain rasio profitabilitas dan rasio pasar (*market ratios*).

Tabel 1:
Pengelompokan Rasio Keuangan
(Menurut Robbert Ang)

Jenis Rasio	Formula Perhitungan
1. Ratio Likuiditas	
1.1. Current ratio	Current assets/ Current liabilities
1.2. Quick ratio	(Cash + short term investment + account receivable)/ Current liabilities
1.3. Net working Capital	Current assets - Current liability
2. Ratio Aktivitas	
2.1. Total assets turnover	Net Sales/ Average total assets
2.2. Total fixed assets turnover	Net sales/ Average net fixed assets
2.3. Account receivable turnover	Net sales/ Average net account receivable
2.4. Inventory turnover	COGS/ Average inventory
2.5. Average collection period	Ending account receivable/ Average daily sales atau 360 hari/ Account receivable turnover
2.6. Days' sales in inventory	Ending inventory/ Average daily COGS atau 360 hari/ inventory turnover
3. Rasio Rentabilitas/ Profitabilitas	
3.1. Gross profit margin (GPM)	Gross profit/ Net sales
3.2. Net profit margin (NPM)	Net income after tax (NIAT)/ Net sales
3.3. Operating return on assets (OPROA)	Operating income/ Average total assets
3.4. Return on assets (ROA)	NIAT/ Average total assets
3.5. Return on equity (ROE)	NIAT/ Average shareholders' equity
3.6. Operating ratio	Operating income/ Net sales
4. Rasio Solvabilitas (Solvency Ratio) atau Leverage Ratio	
4.1. Debt ratio (Debt to total assets)	Total debts/ Total assets
4.2. Debt to equity ratio	Total debts/ Total shareholders' equity
4.3. Long term debt to equity ratio	Long term debts/ Total shareholders' equity
4.4. Long term debt to capitalization ratio	Long term debt/ (Long term debt + Total shareholders' equity)
4.5. Time interest Earned	Earning before interest and tax/ Annual interest expenses
4.6. Cash flow to interest coverage	(Net cash provided by operating activities + interest paid + income taxes paid)/ Interest paid
4.7. Cash flow to net income	Net cash provided by operating activity/ NIAT
4.8. Cash return on sales	Net cash provided by operating activity/ Net sales
5. Rasio Pasar (Market Ratio)	
5.1. Dividend Yield (DY)	Dividend per share/ Market price saham
5.2. Dividend per share (DPS)	Dividend yang dibagikan/ Total outstanding share
5.3. Earning per share (EPS)	(NIAT - Dividend prioritas)/ Total outstanding share
5.4. Dividend payout ratio (DPR)	Dividend per share/ EPS
5.5. Price earning ratio (PER)	Market price sekuritas/ EPS
5.6. Book value per share (BVS)	Total shareholders' equity/ Outstanding share
5.7. Price to book value (PBV)	Harga pasar saham/ BVS

Sumber: Robbert Ang, 1997: pp. 18.23 –18.38 diolah

Rasio profitabilitas terutama berhubungan dengan tingkat laba yang tercermin dalam laporan neraca. Rasio keuangan yang menghubungkan antara laba-rugi dengan neraca sering diukur dengan rasio laba bersih terhadap total aktiva atau investasi dan rasio laba bersih terhadap modal (ekuitas) yang digunakan oleh perusahaan. Masing-masing rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu ROA dan PBV dapat dijelaskan sebagai berikut:

2.1.1.2.1. Return On Assets (ROA)

Return on assets (ROA) merupakan salah satu rasio profitabilitas yang mengukur efektifitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. ROA merupakan rasio yang terpenting diantara rasio profitabilitas yang ada.

ROA sering disebut sebagai *return on investment* (ROI) yang besarnya dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{NIAT}}{\text{Average Total Assets}}$$

NIAT adalah *net income after tax* yang merupakan laba bersih sesudah pajak, tetapi jika ada keuntungan hak minoritas harus diperhitungkan. *Average total assets* merupakan rata-rata total assets awal dan akhir tahun. Semakin besar ROA, maka kinerja perusahaan tersebut semakin baik, karena tingkat kembalian (*return*) semakin besar.

2.1.1.2.2. Price to Book Value (PBV)

Rasio kedua dari rasio pasar adalah *price to book value* (PBV). Robbert Ang (1997) secara sederhana menyatakan bahwa *price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya yang dihitung:

$$\text{PBV} = \frac{P_s}{\text{BVS}}$$

dimana: P_s merupakan harga pasar saham dan BVS merupakan nilai buku per lembar saham (*book value per share*). *Book value per share* (BVS) digunakan untuk mengukur nilai *shareholders' equity* atas setiap saham, dan besarnya nilai BVS dihitung dengan cara membagi *total shareholders' equity* dengan jumlah saham yang dikeluarkan/ diterbitkan (*outstanding share*). Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio PBV-nya mencapai di atas satu, yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. Semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh investor relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan.

2.1.2. Risiko Ekonomi

Claude *et al.* (1996) mengukur risiko negara yang didasarkan pada *International Country Risk Guide* (ICRG). Risiko suatu negara diukur berdasarkan tiga *attribute* risiko yaitu: *political risk, financial risk, and economic*

risk. Dari ketiga atribut risiko tersebut, ICRG juga menentukan *composite risk* yang merupakan risiko gabungan dari ketiga risiko tersebut, masing-masing dengan bobot 50,25, dan 25.

Disamping itu Claude *et al.* (1996) menambah ukuran risiko berdasarkan *International Investor Country Credit Ratings*. Risiko politik berdasarkan ICRG *Rating System*, terdiri dari 13 faktor yaitu: (1) harapan dan kenyataan ekonomi, (2) kegagalan perencanaan ekonomi, (3) kepemimpinan politik, (4) permasalahan eksternal, (5) korupsi pemerintahan, (6) keterlibatan militer dalam politik, (7) pengorganisasian agama dalam politik, (8) hukum dan tradisi yang berlaku, (9) kecenderungan ras dan kebangsaan, (10) tindakan teroris politik, (11) perang sipil, (12) pengembangan kelompok politik, dan (13) kualitas birokrasi.

Atribut-atribut risiko politik tersebut bersifat kualitatif yang sulit diukur, dan mengingat keterbatasan-keterbatasan peneliti tentang atribut-atribut tersebut, maka dalam penelitian ini faktor politik tidak dimasukkan dalam permasalahan penelitian. Demikian pula untuk atribut-atribut risiko finansial yang terdiri dari 5 faktor yaitu: (1) kegagalan pinjaman atau restrukturisasi pinjaman yang tidak menguntungkan, (2) penangguhan pembayaran pinjaman supplier, (3) penangguhan kontrak oleh pemerintah, (4) kerugian dari pengendalian nilai tukar, dan (5) pengambil-alihan investasi swasta. Sementara risiko ekonomi terdiri dari 6 faktor yaitu: (1) tingkat inflasi, (2) utang jasa yang diukur dari prosentase ekspor barang dan jasa, (3) rasio likuiditas internasional, (4) pengalaman

perdagangan internasional, (5) neraca berjalan yang diukur dari prosentase barang dan jasa, dan (6) indikator nilai tukar.

ICRG gabungan dari ketiga atribut risiko negara dinyatakan bahwa semakin tinggi risiko negara, maka semakin rendah rating suatu negara. Kategori risiko ICRG gabungan nampak dalam tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2:
ICRG Risk Categories

Risk Category	Composite Score Range
Very High	00,0 – 49,5
High	50,0 – 59,5
Moderate	60,0 – 69,5
Low	70,0 – 84,5
Very Low	85,0 – 100

Sumber : Financial Analysts Journal – Nov./Des. 1996, pp.31

Kategori risiko gabungan tersebut terdiri dari risiko politik, finansial, dan ekonomi yang masing-masing diberi bobot 50, 25, dan 25. Adapun bobot dari masing-masing faktor dalam ekonomi adalah sebagai berikut: tingkat inflasi (20%), utang jasa yang diukur dari prosentase ekspor barang dan jasa (20%), rasio likuiditas internasional (10%), pengalaman perdagangan internasional (10%), neraca berjalan yang diukur dari prosentase barang dan jasa (30%), dan nilai tukar diberi bobot 10% (Claude *et al.* 1996: pp.31).

Berdasar pembobotan risiko ekonomi tersebut, nampak bahwa inflasi dan nilai tukar termasuk dua faktor yang mempengaruhi naik turunnya risiko ekonomi suatu negara. Dalam pembahasan ini, secara berturut-turut akan dijelaskan kedua faktor ekonomi tersebut, yaitu inflasi dan nilai tukar.

2.1.2.1. Inflasi

Inflasi merupakan proses kenaikan harga-harga umum barang-barang secara terus-menerus. Ini tidak berarti bahwa harga-harga berbagai macam barang itu naik dengan persentase yang sama. Kenaikan harga tersebut diukur dengan menggunakan indeks harga. Beberapa indeks harga yang sering digunakan untuk mengukur inflasi antara lain: (1) indeks biaya hidup (*consumer price index*), (2) indeks harga perdagangan besar (*wholesale price index*), dan (3) GNP deflator. Indeks biaya hidup mengukur biaya atau pengeluaran untuk membeli sejumlah barang dan jasa yang dibeli oleh rumah tangga untuk keperluan hidup. Sedangkan indeks perdagangan besar menitik beratkan pada sejumlah barang pada tingkat perdagangan besar. Ini berarti harga bahan mentah, bahan baku atau setengah jadi masuk dalam perhitungan indeks harga, yang umumnya perubahan indeks harga ini searah dengan indeks biaya hidup. Dan GNP deflator mencakup jumlah barang dan jasa yang masuk dalam perhitungan GNP, sehingga jumlahnya lebih banyak daripada indeks biaya hidup dan indeks perdagangan besar. GNP deflator diperoleh dengan membagi GNP nominal (atas dasar harga berlaku) dengan GNP riil (atas dasar harga konstan). Dengan demikian GNP deflator dihitung dengan rumusan: $(\text{GNP nominal} / \text{GNP riil}) \times 100$. Dari ketiga jenis inflasi tersebut, yang digunakan sebagai *proxy* dalam penelitian ini adalah indeks biaya hidup (*consumer price index*). Sesuai dengan *International Countries Risk Guide*

(ICRG), maka tingkat inflasi merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam risiko ekonomi negara.

Inflasi dibedakan menjadi dua hal yaitu inflasi menurut sifatnya, dan inflasi menurut sebabnya. Menurut sifat atau besarnya laju inflasi, maka inflasi dapat dibagi ke dalam tiga kategori yaitu: inflasi merayap (*creeping inflation*), inflasi menengah (*galloping inflation*), dan inflasi tinggi (*hyper inflation*). *Creeping inflation* ditandai dengan laju inflasi yang rendah (kurang dari 10% per tahun), dan kenaikan harga berjalan secara lambat dengan persentase yang kecil dan dalam jangka waktu yang relatif lama. Sedangkan inflasi menengah (*galloping inflation*) ditandai dengan kenaikan harga yang cukup besar (biasanya *double digit* atau bahkan *triple digit*) dan kadang-kala berjalan dalam waktu yang relatif pendek serta mempunyai sifat akselerasi; artinya harga-harga minggu/ bulan ini lebih tinggi daripada minggu/ bulan lalu dan seterusnya. Efeknya terhadap perekonomian lebih berat daripada inflasi yang merayap.

Kategori ketiga adalah inflasi tinggi (*hyper inflation*) yaitu inflasi yang paling parah akibatnya yang ditandai harga-harga naik sampai 5 atau 6 kali. Nilai uang merosot dengan tajam sehingga masyarakat berkeinginan untuk ditukar dengan barang. Perputaran uang makin cepat, dan harga naik secara akselerasi, dan biasanya keadaan ini timbul apabila pemerintah mengalami defisit anggaran belanja yang dibiayai/ ditutup dengan mencetak uang (Nopirin, 1996: pp. 25-27).

Menurut teori kuantitas, sebab utama timbulnya inflasi adalah kelebihan permintaan yang disebabkan karena penambahan jumlah uang beredar. Menurut sebab terjadinya inflasi, Nopirin (1996) membagi dua penyebab inflasi yaitu *demand-pull inflation* dan *cost-push inflation*. Dalam *demand-pull inflation* dinyatakan bahwa terjadinya inflasi bermula dari adanya kenaikan permintaan total (*aggregate demand*), sementara produksi telah berada pada keadaan penuh.

Dalam keadaan hampir kesempatan kerja penuh, kenaikan permintaan total disamping menaikkan harga dapat juga menaikkan hasil produksi. Apabila kesempatan kerja penuh (*full-employment*) telah tercapai, penambahan permintaan selanjutnya hanya menaikkan harga saja (sering disebut dengan inflasi murni). Apabila kenaikan permintaan ini menyebabkan keseimbangan GNP berada di atas/ melebihi GNP pada kesempatan kerja penuh maka adanya *inflationary gap* dapat menimbulkan inflasi. Sedangkan *cost-push inflation* biasanya ditandai dengan kenaikan harga serta turunnya produksi. Kenaikan biaya produksi disebabkan oleh beberapa faktor antara lain: (1) perjuangan serikat buruh yang berhasil untuk menuntut kenaikan upah; (2) suatu industri yang sifatnya monopolistik, manajer dapat menggunakan kekuasaannya di pasar untuk menentukan harga yang lebih tinggi; dan (3) kenaikan harga bahan baku industri (Nopirin, 1996: p. 28-30).

Dalam kaitannya dengan pasar modal, Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa inflasi yang tinggi menyebabkan menurunnya keuntungan

suatu perusahaan, sehingga menyebabkan efek ekuitas menjadi kurang kompetitif. Dengan demikian kenaikan tingkat inflasi berdampak pada penurunan harga-harga saham di pasar modal. Informasi tingkat inflasi sangat diperlukan oleh investor untuk menetapkan portofolio investasi di pasar modal. Marzuki Usman dkk. (1990) menunjukkan bahwa dalam kondisi inflasi yang tinggi, kurang bijaksana bagi investor untuk membeli saham yang menghasilkan pendapatan atau *return* yang relatif tetap. Jika *return* suatu saham relatif tetap pada kondisi inflasi naik, maka secara riil *return* menurun.

2.1.2.2. Nilai Tukar

Nilai tukar mata uang (*exchange rate*) atau sering disebut sebagai kurs merupakan harga mata uang terhadap mata uang lainnya. Kurs merupakan salah satu harga yang terpenting dalam perekonomian terbuka mengingat pengaruhnya yang demikian besar bagi neraca transaksi berjalan maupun variabel-variabel makro-ekonomi yang lainnya. Oleh karena itu, kurs merupakan harga suatu mata uang terhadap mata uang lainnya, juga merupakan sebuah harga aktiva atau harga asset (*asset price*) sehingga prinsip-prinsip pengaturan harga asset-asset lainnya juga berlaku dalam pengaturan kurs. Harga suatu asset yang berlaku saat ini langsung berkaitan dengan barang dan jasa yang diinginkan pihak pembeli di masa mendatang.

Ada dua pendekatan yang digunakan untuk menentukan nilai tukar (*exchange rate*) yaitu pendekatan moneter (*monetary approach*) dan pendekatan pasar asset (*asset market approach*). Pada pendekatan moneter,

nilai tukar didefinisikan sebagai harga dimana mata uang asing (*foreign currency/ foreign money*) diperjual belikan terhadap mata uang domestik (*domestic currency/ domestic money*) dan harga tersebut berhubungan dengan penawaran dan permintaan uang. Harga keseimbangan nilai tukar dirumuskan dengan formula sebagai berikut:

$$\frac{M}{P} = L(i, Y) \quad \text{dimana}$$

M/P menunjukkan penawaran *real money* domestik dan $L(i, Y)$ menunjukkan permintaan *real money* domestik sebagai fungsi dari tingkat sukubunga domestik (i), dan *income* (Y). Untuk mengetahui kontribusi perubahan nilai tukar terhadap keseimbangan penawaran dan permintaan uang dapat digunakan hubungan absolute purchasing power parity (PPP) yang merupakan keseimbangan antara harga domestik P dan konversi kurs valuta asing ke dalam mata uang domestik eP^* dengan rumusan $P = eP^*$ atau $e = P/P^*$ (Batiz and Batiz, 1985: pp. 473).

Beberapa variabel yang mempengaruhi pasar valuta asing (*foreign exchange market*) antara lain pengaruh pemberitaan mengenai kondisi surplus atau defisit neraca berjalan (*current account balance*), defisit anggaran (*budget deficit*), dan pertumbuhan penawaran uang domestik *balance of payment equilibrium* (Batiz and Batiz, 1985: pp. 493).

Pendekatan kedua adalah *asset market approach* merupakan pendekatan yang menghubungkan antara kurva *KK* dengan kurva *MM*. Kurva *MM* (*MM curve*) menunjukkan hubungan negatif antara *income* (*Y*) dengan nilai tukar (*exchange rate "e"*) pada kondisi *money market equilibrium*; sedangkan *KK* (*KK curve*) menunjukkan hubungan positif antara nilai tukar (*exchange rate "e"*) dan *income* (*Y*) pada kondisi *balance of payment equilibrium*. Kondisi *money market equilibrium* merupakan kondisi yang menunjukkan satu set hubungan antara nilai tukar dengan variabel ekonomi lainnya dalam keseimbangan ekonomi (*economy's equilibrium*). Sedangkan *balance of payment equilibrium* merupakan hubungan secara khusus antara nilai tukar, *income* dan variabel lainnya (Batiz and Batiz, 1985: pp. 494-496).

Dalam transaksi valuta asing dibedakan menjadi dua jenis kurs yaitu kurs spot (*spot rate*) dan kurs berjangka (*forward rate*). Dari kedua jenis transaksi tersebut, transaksi valuta asing yang paling dikenal adalah transaksi seketika (*on the spot*). Transaksi *spot* yang lazim digunakan dalam melakukan pembayaran dan penerimaan valuta asing adalah dalam jangka waktu dua hari kerja setelah disepakatinya transaksi tersebut. Periode selama dua hari kerja dimaksudkan untuk memberikan waktu yang memadai bagi kedua belah pihak guna mengadakan pengaturan dan memberikan instruksi-instruksi pendebitan dan pengkreditan rekening pada bank-bank yang terkait, baik yang ada di dalam maupun di luar negeri. Tipe transaksi tersebut lazim disebut sebagai transaksi spot (*spot transaction*), dan kurs yang digunakan sebagai landasan

transaksi adalah kurs spot (*spot rate*). Sedangkan transaksi berjangka (*forward transaction*) merupakan kesepakatan yang dicapai pada hari ini namun baru berlaku beberapa waktu kemudian (misalnya 3 bulan). Kurs berjangka (*forward rate*) dalam kondisi ekuilibrium ditentukan oleh perpotongan antara kurva permintaan dan penawaran pasar valuta asing (valas) untuk penyerahan di masa mendatang.

Adapun tingkat-tingkat permintaan dan penawaran kurs berjangka biasanya bersumber dari praktek-praktek pemagaran risiko kurs (*hedging*), praktek spekulasi, dan tindakan-tindakan arbitrase suku bunga terselubung (*covered interest rate arbitrage*). Jika kurs berjangka lebih rendah dibandingkan dengan kurs spot yang berlaku, maka valuta asing yang terkait dikatakan mengalami diskonto berjangka (*forward discount*) terhadap mata uang domestik yang menjadi pasangannya. Sedangkan, jika kurs berjangka lebih tinggi daripada kurs spot yang berlaku, maka valuta asing itu mengalami premi berjangka (*forward premium*).

Dalam penelitian ini kurs yang dipakai adalah kurs spot (*spot rate*). Perubahan terhadap permintaan dan penawaran terhadap valuta asing selalu mengalami perubahan, baik *spot rate* maupun *forward rate*. Perubahan kurs tersebut disebabkan oleh banyak faktor antara lain tingkat pertumbuhan suatu negara, tingkat inflasi suatu negara dibanding negara lain, perubahan suku bunga, perubahan harapan, atau perkiraan kondisi-kondisi ekonomi pada

umumnya serta nilai tukar dari suatu mata uang. Perubahan-perubahan tersebut membawa dampak pada risiko kurs (*exchange rate risk*).

Kurs Rp/ US\$ yang berlaku saat ini erat kaitannya dengan besar kecilnya keinginan ataupun harapan masyarakat atas tingkat kurs yang berlaku di masa mendatang. Seperti halnya saham perusahaan yang tiba-tiba saja dapat melonjak sehubungan dengan adanya kabar baik mengenai masa depan perusahaan tersebut, kurs juga selalu dapat berubah-ubah secara mendadak sesuai dengan berita-berita atau bahkan desas-desus yang seringkali tidak jelas asal-usulnya yang beredar mengenai nilai mata uang-mata uang tersebut di masa yang akan datang (Salvatore, 1997: pp. 9-10).

Nilai tukar mata uang atau kurs antara Rp/ US\$ pada dasarnya sama dengan jumlah rupiah tertentu yang diperlukan untuk memperoleh US\$1. Simbol yang biasa digunakan untuk menyebut kurs adalah R . Dengan demikian rumus kurs adalah $R = \text{Rp/ US\$}$; jika $R = \text{Rp/ US\$} = 9500$, berarti kita memerlukan Rp 9500 untuk membeli US\$1 (Salvatore, 1997: pp. 11).

Kurs juga dapat didefinisikan sebagai harga 1 unit mata uang domestik dalam satuan valuta asing. Definisi ini merupakan kebalikan atau rumus resiprokal dari definisi di atas; sehingga harga rupiah dalam satuan US\$ dirumuskan sebagai: $1/ R = 1 / 9500 = 0.000105263$. Ini berarti US\$ 0.000105263 nilainya sama dengan Rp 1 (Salvatore, 1997: pp. 13). Dalam penelitian ini yang digunakan adalah rumus yang kedua ($1/R$), karena dengan rumus resiprokal ini dapat dihitung besarnya apresiasi ataupun depresiasi

rupiah terhadap dolar Amerika Serikat; dengan kata lain dapat diketahui besaran melemahnya rupiah terhadap dolar Amerika Serikat.

Dalam sistem kurs mengambang yang berlaku saat ini, harga Rp/ US\$ tercipta melalui mekanisme pasar, seperti halnya harga komoditi. Demikian pula, kurs terbentuk melalui pertemuan antara kekuatan-kekuatan permintaan dan penawaran di pasar. Istilah depresiasi (*depreciation*) mengacu pada kenaikan harga valuta asing dalam satuan mata uang domestik; sebaliknya istilah apresiasi mengacu pada penurunan harga valuta asing dalam satuan mata uang domestik (Salvatore, 1997: pp. 12).

Melemahnya nilai tukar domestik terhadap mata uang asing (seperti rupiah terhadap US Dollar) memberikan pengaruh yang negatif terhadap pasar ekuitas, karena menyebabkan pasar ekuitas (pasar modal) menjadi tidak mempunyai daya tarik. Dengan demikian melemahnya nilai rupiah terhadap US Dollar berpengaruh negatif terhadap harga saham di pasar modal. Kedua faktor ekonomi tersebut (tingkat inflasi dan nilai tukar) lazimnya berdampak negatif terhadap harga atau *return* saham. Jika tingkat inflasi semakin meningkat maka harga atau *return* saham akan turun; demikian pula dengan semakin melemahnya nilai tukar rupiah terhadap US Dollar.

2.1.3. Return Saham

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang berupa *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi

merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Return* realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan risiko di masa datang. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang yang dihitung dengan mengalikan masing-masing hasil masa depan (*outcome*) dengan probabilitas kejadiannya dan menjumlahkannya.

Return realisasi diukur dengan menggunakan *return* total (*total return*), relatif *return* (*return relative*), kumulatif *return* (*return cumulative*), dan *return* disesuaikan (*adjusted return*). *Return* total merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu yang terdiri dari *capital gain (loss)* dan *yield*. *Capital gain (loss)* merupakan selisih untung (rugi) dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode yang lalu. *Yield* merupakan persentase penerimaan kas periodic terhadap harga investasi periode tertentu suatu investasi.

Relatif *return* merupakan *return* total ditambah dengan nilai 1; sedangkan kumulatif *return* merupakan akumulasi dari semua total *return* yang ditunjukkan dengan indeks kemakmuran kumulatif. *Return* yang disesuaikan merupakan *return* yang diukur berdasar nilai uang yang disesuaikan dengan tingkat daya beli yang tercermin dalam tingkat inflasi, sehingga *return* disesuaikan (*adjusted return*) juga disebut sebagai *return* riil (*real return*).

Sesuai dengan pengelompokan di muka, bahwa *return* saham dibedakan dalam dua hal yaitu *capital gain (loss)* dan *yield*, maka dalam penelitian ini yang

digunakan adalah konsep *capital gain* yang merupakan selisih antara harga saham pada periode sekarang (P_t) dengan harga saham pada periode sebelumnya (P_{t-1}). Harga saham tercermin dalam indeks harga saham individual, sehingga *return* yang digunakan sebagai *proxy* dalam penelitian ini adalah *actual return*.

Formula perhitungan *return* dapat dihitung sebagai berikut: (Jogiyanto HM, 1998: p. 86)

$$Return = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

dimana:

P_t : harga saham (tercermin dalam indeks harga saham) pada periode t ;

P_{t-1} : merupakan harga saham (yang tercermin dalam indeks harga saham) pada periode sebelumnya ($t-1$).

2.2. Penelitian Sebelumnya

2.2.1. Penelitian Pengaruh Faktor Fundamental terhadap *Return* Saham.

Penelitian yang berkaitan dengan faktor fundamental dan *return* saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Penelitian yang dilakukan peneliti terdahulu menunjukkan hasil yang berbeda-beda yang ditunjukkan dalam tabel 3.

Berdasar tabel 3 tersebut dapat dijelaskan hasil-hasil penelitian sebelumnya sebagai berikut:

Tabel 3:

Hasil Penelitian Hubungan Faktor Fundamental dan *Return* Saham

Faktor Fundamental	Peneliti	Hasil Temuan	Konsistensi Hasil Penelitian
1. ROA	Rina Trisnawati (1999)	ROA tidak berpengaruh terhadap <i>return</i> saham di pasar perdana	Tidak konsisten dengan Syahib Natarsyah (2000)
	Syahib Natarsyah (2000)	ROA signifikan berpengaruh positif terhadap harga saham	Tidak konsisten dengan Rina Trisnawati (1999)
	Silalahi (1991)	ROA mempunyai pengaruh yang dominan terhadap harga saham	Konsisten dengan Syahib Natarsyah (2000)
	Sugeng Sulistiono (1994)	ROA mempunyai pengaruh nyata secara parsial terhadap harga saham	Konsisten dengan Syahib Natarsyah (2000)
	Sulaiman (1995)	ROA mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham	Konsisten dengan Syahib Natarsyah (2000)
	Leki Rofinus (1997)	ROI mempunyai pengaruh yang kuat dan signifikan terhadap perubahan harga saham	Konsisten dengan Syahib Natarsyah (2000)
2. PBV	Ferson & Harvey (1996)	PBV berpengaruh positif terhadap <i>return</i> saham di pasar modal nasional Amerika	Konsisten dengan Claude et al. (1996)
	Claude et al. (1996)	PBV berpengaruh positif terhadap harga atau <i>return</i> saham bagi pasar modal <i>developed</i> dan <i>emerging</i>	Konsisten dengan Ferson & Harvey (1996)
	Siddharta Utama & Anto Yulianto Budi Santoso (1998)	PBV berpengaruh negatif terhadap imbal balik saham di BEJ	Tidak konsisten dengan Ferson & Harvey (1996); dan Claude et al. (1996)

Sumber: Hasil-hasil penelitian; diolah

2.2.1.1. Penelitian tentang *Return on Asset (ROA)* dan *Return Saham*

Penelitian yang menghubungkan antara ROA dengan harga atau *return* saham juga dilakukan oleh Rina Trisnawati (1999) yang meneliti tentang “pengaruh informasi prospektus pada *return* saham di pasar perdana”, menunjukkan bahwa ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta; dengan sampel sebanyak 47 perusahaan yang berkategori *underprice* dengan periode pengamatan 1994-1995. Penelitian sejenis juga dilakukan oleh Syahib Natarsyah (2000) meneliti tentang “analisis pengaruh beberapa faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham”.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROA secara signifikan berpengaruh positif terhadap harga saham di pasar sekunder. Sampel yang digunakan sejumlah 16 perusahaan kelompok industri barang konsumsi dengan periode penelitian 1990-1997 (secara tahunan). Hasil penelitian yang dilakukan Syahib Natarsyah (2000) juga konsisten dengan peneliti terdahulu (Silalahi, 1991) dengan sampel sebanyak 38 perusahaan yang listing di BEJ dengan periode penelitian 1989-1990.

Penelitian sejenis juga dilakukan oleh Sugeng Sulistiono (1994) sampel yang digunakan adalah perusahaan farmasi yang sudah go publik di BEJ; Sulaiman (1995) sampel yang digunakan kelompok industri makanan dan minuman di BEJ, dan juga Leki Rofinus (1997) dengan sampel 10 perusahaan yang masuk dalam industri alat berat/otomotif dan allied product

yang go publik di BEJ pada periode 1991-1996. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian diatas (Silalahi, Sugeng Sulistiono, Sulaiman, dan Leki Rofinus) adalah sama (*return on assets*, *deviden payout ratio*, volume perdagangan, tingkat bunga deposito, tingkat likuiditas, struktur modal, dan tingkat pertumbuhan) dan hasilnya menunjukkan bahwa ROA mempunyai pengaruh yang signifikan secara parsial terhadap harga saham. Bahkan ditemukan oleh Silalahi ROA ternyata mempunyai pengaruh yang dominan.

Dari hasil-hasil penelitian tersebut masih menunjukkan hal yang kontradiktif; terutama hasil penelitian Rina Trisnawati (1999), dimana ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil penelitian Rina Trisnawati (1999) juga tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi ROA berarti kinerja perusahaan semakin baik dan *return* semakin tinggi; dan karena itu perlu dilakukan penelitian lanjutan.

2.2.1.2. Penelitian tentang *Price to Book Value* (PBV) dan *Return Saham*

Hasil penelitian tentang hubungan atau pengaruh PBV dengan harga atau *return* saham telah dilakukan oleh para peneliti dengan hasil yang berbeda-beda. Siddharta Utama dan Anto Yulianto BS (1998) meneliti tentang kaitan antara rasio *Price/ Book Value* dan imbal balik saham pada BEJ, menemukan bahwa PBV berhubungan negatif dengan *return* saham. Hasil penelitian ini konsisten dengan Rosenberg *et al.* 1985, Fama & French 1992, Copaul *et al.* 1993 (dalam Siddharta Utama & Anto Yulianto BS, 1998).

Sementara itu, Claude *et al.* (1996) meneliti tentang *political, financial, and economic risk*, menemukan bahwa PBV merupakan satu-satunya faktor fundamental yang berhubungan positif dengan *return* saham baik di pasar modal negara maju (*developed market*) maupun di pasar modal *emerging*. Hasil penelitian ini konsisten dengan Ferson & Harvey (1996) yang meneliti tentang *fundamental determinants of national equity market returns: a perspective on country risk and asset pricing*, menemukan bahwa PBV berhubungan positif dengan *return* saham di pasar modal nasional Amerika. Kedua hasil penelitian ini (Claude *et al.* 1996 dan Ferson & Harvey 1996) bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Siddharta Utama dan Anto Yulianto Budi Santoso (1998). Karena terdapat perbedaan hasil penelitian tersebut, maka perlu adanya penelitian lanjutan untuk membuktikan ada tidaknya pengaruh atau hubungan antara PBV dengan *return* saham di pasar modal Indonesia (BEJ).

2.2.2. Penelitian Pengaruh Risiko Ekonomi terhadap *Return* Saham.

Penelitian yang menghubungkan risiko ekonomi (tingkat inflasi dan nilai tukar) dengan *return* saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Hasil penelitian masing-masing peneliti ditunjukkan dalam tabel 4. Berdasar tabel 4 nampak bahwa hubungan antara inflasi dan nilai tukar dengan harga atau *return* saham menunjukkan bukti yang berbeda-beda (kontradiktif).

Tabel 4:
Hasil Penelitian Hubungan Faktor Ekonomi
dengan *Return* Saham

Risiko Ekonomi	Peneliti	Hasil Temuan	Konsistensi Hasil Penelitian
1. Inflasi	Adler Manurung (1994)	Semua investasi berhubungan negatif dengan inflasi kecuali untuk pasar uang.	Tidak konsisten dengan temuan Claude et al. (1996)
	Claude, et al. (1996)	Di pasar modal negara-negara emerging (<i>emerging countries</i>), <i>return</i> saham dipengaruhi oleh faktor politik secara marginal.	Tidak konsisten dengan temuan Adler Manurung (1994)
	Charistianta PYM (1996)	Perubahan tingkat inflasi tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan IHSG	Konsisten dengan Claude et al. (1996)
	Indi Sutopo & Sudarto (1999)	Inflasi mempunyai pengaruh secara rekursif terhadap <i>return</i> saham sebesar 73,53%; dan berpengaruh langsung terhadap <i>return</i> saham sebesar 32,35%.	Konsisten dengan Adler Manurung (1994); tetapi tidak konsisten dengan Claude et al. (1996)
	Enny Pudyastuti (2000)	Hanya enam saham (dari 30 sampel) tingkat inflasi mempunyai hubungan signifikan positif dengan <i>return</i> saham, dan dua saham berhubungan negatif.	Dua saham konsisten dengan Manurung (1994), Indi Sutopo (1999) dan Claude (1996); 6 saham tidak
2. Nilai Tukar	Adler Manurung (1994)	Nilai US Dollar di JSX berhubungan positif dengan investasi di pasar uang dan deposito berjangka; tetapi tidak dengan <i>return</i> saham.	Konsisten dengan Claude et al. (1996)
	Claude et al. (1996)	Tidak ditemukan adanya pengaruh ekonomi (termasuk didalamnya nilai tukar) terhadap <i>return</i> saham untuk pasar <i>emerging</i> .	Konsisten dengan Adler Manurung (1994)
	Charistianta PYM (1996)	Perubahan kurs rupiah terhadap US Dolar tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan IHSG	Konsisten dengan Claude et al. (1996); dan Manurung (1994)
	Setyorini & Supriyadi (2000)	IHSG berpengaruh negatif dan signifikan pada kurs rupiah terhadap dolar AS baik secara <i>long run</i> maupun <i>short run</i> ; bukan sebaliknya.	Tidak konsisten dengan Adler Manurung (1994); dan Claude et al. (1996)

Sumber: Hasil-hasil penelitian; diolah

Hasil penelitian tentang pengaruh dari kedua faktor ekonomi tersebut terhadap harga atau *return* saham dapat dijabarkan sebagai berikut:

2.2.2.1. Pengaruh Inflasi terhadap *Return* Saham

Claude, *et al.* (1996) meneliti tentang *political risk, financial risk and economic risk*, menemukan bahwa faktor *technical (political risk, economic risk, and financial risk)* merupakan informasi yang sangat penting untuk memprediksi *return* saham bagi pasar modal *developed*; sedangkan di pasar modal negara *emerging (emerging capital market)*, *return* saham dipengaruhi oleh *political rating* secara marginal. Sementara untuk faktor ekonomi tidak ditemukan adanya hubungan dengan harga atau *return* saham. Hasil penelitian tersebut didukung oleh Charistianta PYM (1996) bahwa inflasi tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan IHSG.

Sementara itu, hasil penelitian Adler Manurung (1994) menunjukkan bahwa rata-rata *rate of return* dari investasi saham di JSE (*Jakarta Stock Exchange*) sebesar 1,39% di bawah rata-rata perubahan tingkat inflasi (*consumer price index/ CPI*) di Indonesia, dan semua investasi berhubungan negatif dengan inflasi kecuali untuk pasar uang. Hasil temuan tersebut diperkuat oleh Indi Sutopo & Sudarto (1999) yang menunjukkan bahwa inflasi mempunyai pengaruh negatif yang kuat terhadap *return* pasar. Lebih jauh, Indi Sutopo & Sudarto (1999) menemukan bahwa inflasi mempunyai pengaruh secara rekursif terhadap *return* saham sebesar 73,53% dari 34 jenis

saham yang masuk dalam *the biggest market capitalization*; dan berpengaruh secara langsung terhadap *return* saham sebesar 32,35%.

Namun, hasil temuan dari kedua peneliti tersebut tidak sepenuhnya didukung hasil penelitian Enny Pudyastuti (2000) yang meneliti tentang analisis pengaruh *return* pasar, tingkat inflasi, tingkat suku bunga deposito terhadap *return* saham individu pada industri dasar dan kimia yang terdaftar di BEJ periode 1997-1999. Penelitian ini menemukan bahwa hanya enam saham (dari 30 sampel yang diteliti) yang menunjukkan bahwa tingkat inflasi mempunyai hubungan signifikan positif dengan *return* saham, dan dua saham mempunyai hubungan yang negatif.

Berdasar hasil-hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa di Indonesia, risiko ekonomi yang diukur dari faktor inflasi dapat berpengaruh negatif maupun positif terhadap *return* saham; dan bahkan tidak ditemukan hubungan antara faktor inflasi dengan harga saham. Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan hasil yang kurang memuaskan, karena terdapat hasil yang kontradiktif. Ada kemungkinan, faktor inflasi berpengaruh positif terhadap *return* saham, jika perusahaan yang dipilih sebagai sampel penelitian sebagian produknya berorientasi ekspor, dan sebagian sahamnya terdaftar di bursa efek internasional. Perusahaan yang produknya berorientasi ekspor, secara relatif inflasi di dalam negeri akan semakin meningkatkan harga saham; sementara perusahaan yang produknya untuk kebutuhan domestik, sangat dimungkinkan inflasi berpengaruh negatif terhadap harga atau *return*

saham. Demikian pula perusahaan yang sebagian sahamnya terdaftar di bursa internasional, tingkat inflasi di dalam negeri dimungkinkan berpengaruh positif terhadap harga atau return saham. Untuk membuktikan ada-tidaknya pengaruh inflasi terhadap *return* saham di BEJ perlu dilakukan penelitian lanjutan.

2.2.2.2. Pengaruh Nilai Tukar terhadap *Return* Saham

Claude *et al.* (1996) yang meneliti tentang *political risk, financial risk and economic risk*; menunjukkan bahwa hasil penelitiannya juga tidak ditemukan adanya pengaruh risiko ekonomi (termasuk didalamnya nilai tukar) terhadap *return* saham untuk pasar *emerging*.

Sementara itu, penelitian di Indonesia yang menghubungkan antara nilai tukar dengan harga atau *return* saham, antara lain dilakukan oleh Charistianta PYM (1996), Adler Manurung (1994) dan Setyorini dan Supriyadi (2000). Charistianta PYM (1996) dan Adler Manurung (1994) tidak dapat menemukan hubungan atau pengaruh antara nilai tukar (US Dollar) dengan *return* saham. Hasil temuan ini konsisten dengan Claude *et al.* (1996) yang menunjukkan bahwa pengaruh risiko ekonomi (termasuk nilai tukar) tidak berhubungan dengan terhadap *return* saham untuk pasar *emerging*.

Sementara, Setyorini dan Supriyadi (2000) yang meneliti hubungan dinamis antara nilai tukar rupiah dan harga saham di BEJ pasca penerapan sistem devisa bebas mengambang. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pergerakan IHSG di BEJ mempengaruhi pergerakan kurs rupiah terhadap

dolar Amerika Serikat di pasar valuta asing dan bukan sebaliknya. Bahkan, juga ditemukan bahwa IHSG berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kurs rupiah terhadap dolar AS baik secara *long run* maupun *short run*.

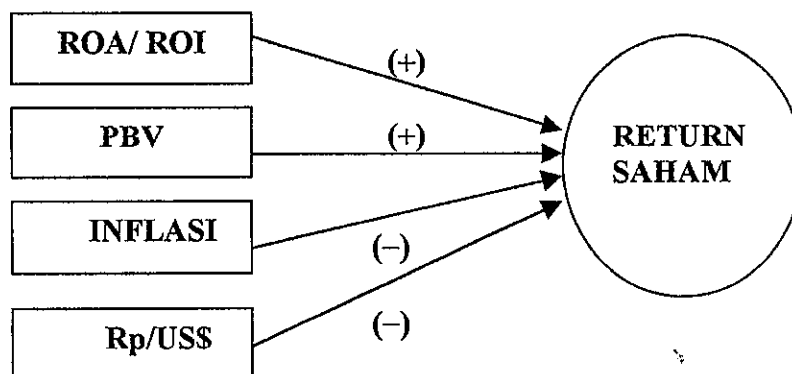
Hasil-hasil penelitian tersebut, juga menunjukkan hasil temuan yang berbeda-beda. Oleh karenanya perlu dilakukan penelitian lanjutan tentang pengaruh nilai tukar (Rp/US\$) terhadap *return* saham.

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis

2.3.1. Kerangka Pemikiran Teoritis.

Berdasar telaah pustaka dan hasil-hasil penelitian sebelumnya serta permasalahan yang telah dikemukakan, maka sebagai dasar untuk merumuskan hipotesis, berikut ini disajikan kerangka pemikiran tentang pengaruh faktor-faktor fundamental dan risiko ekonomi terhadap *return* saham di BEJ seperti ditunjukkan dalam gambar 1.

Gambar 1:
Pengaruh Faktor Fundamental dan Risiko Ekonomi
terhadap *Return* Saham



2.3.2. Perumusan Hipotesis.

Berdasar kerangka pemikiran teoritis yang digambarkan pada gambar 1 tersebut, dapat diajukan 3 (tiga) hipotesis sebagai berikut:

H1: Faktor-faktor fundamental (ROA, dan PBV) dan Risiko Ekonomi (nilai tukar rupiah terhadap US dolar) secara bersama-sama berpengaruh terhadap *Return Saham*; dan dua faktor fundamental mempunyai arah yang positif, sedangkan dua risiko ekonomi mempunyai koefisien arah negatif.

H2a: Return on assets (ROA) mempunyai pengaruh yang dominan terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*; karena ROA adalah indikator “*earning power*” perusahaan yang mencerminkan kinerja manajemen dalam menggunakan seluruh asset yang dimiliki, dan ROA merupakan rasio profitabilitas yang terpenting diantara rasio-rasio profitabilitas lainnya.

H2b: Price to Book Value (PBV) mempunyai pengaruh yang dominan terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*.

H2c: Inflasi mempunyai pengaruh yang dominan terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*.

H2d: Nilai tukar mempunyai pengaruh yang dominan terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*.

H3: Dengan asumsi para investor adalah rasional, maka faktor fundamental dan risiko ekonomi mempunyai kontribusi yang besar dalam menjelaskan *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical* di BEJ.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange (JSX) Monthly Statistic, JSX Statistic Quarter* selama tujuh tahun (29 *quarter*), yaitu akhir triwulan 3 tahun 1993 sampai dengan akhir triwulan 3 tahun 2000 berupa data rasio-rasio keuangan yang merupakan data faktor-faktor fundamental.

Sedangkan data risiko ekonomi (dalam hal ini faktor inflasi dan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika) diperoleh dari Laporan Mingguan Bank Indonesia, dan Statistik Ekonomi-Kuangan.

3.2. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang sahamnya terdaftar dan aktif diperdagangkan di BEJ sejak periode 1993-2000. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* terutama saham-saham perusahaan sektor manufaktur yang selalu terdaftar dan sahamnya aktif diperdagangkan di BEJ serta perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan interim sejak triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000.

Karena tidak semua perusahaan sektor manufaktur terdaftar dan sahamnya aktif diperdagangkan di BEJ serta perusahaan yang selalu menyajikan laporan

keuangan interim (triwulanan) sejak triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000, maka sampel terpilih adalah saham-saham perusahaan sektor manufaktur (terutama kelompok *basic industry & chemical*) yang sahamnya selalu terdaftar dan aktif diperdagangkan di BEJ serta perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan interim sejak triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000.

Berdasar data yang dipublikasikan oleh *JSX Statistic* (dari berbagai publikasi sejak triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000) jumlah sampel terpilih adalah 30 saham perusahaan.

3.3. Prosedur Pengumpulan Data.

Metode pengumpulan data yang digunakan terutama dengan cara studi dokumenter dari *Jakarta Stock Exchange Monthly Statistics (JSX Monthly Statistics)*, *JSX Statistics Quarter* serta laporan bulanan Bank Indonesia periode September 1993 sampai dengan September 2000.

3.4. Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional.

Identifikasi variabel dan definisi operasional secara terperinci dapat disajikan dalam tabel 5. Berdasar tabel 5 tersebut nampak bahwa variabel dalam penelitian ini terdiri dari 4 (empat) variabel bebas (*independent variable*) yaitu ROA, PBV, Inflasi, dan Nilai Tukar; serta 1 (satu) variabel terikat (*dependent variable*) yaitu *return* saham.

Tabel 5:

Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional

No	Variabel	Definisi	Pengukuran	Skala Pengukur
1	ROA	Rasio antara net income after tax (NIAT) terhadap average total assets	$\frac{\text{NIAT}}{\text{Average TA}}$	Rasio
2	PBV	Rasio antara harga pasar saham terhadap nilai buku per lembar saham	$\frac{P_s}{\text{BVS}}$	Rasio
3	Inflasi	Proses kenaikan harga-harga umum barang-barang secara terus menerus yang diukur dengan indeks harga	Indeks biaya hidup (<i>consumer price index</i>)	Rasio
4	Nilai tukar	Kurs atau harga mata uang (domestik) terhadap mata uang lain (asing)	Kurs rupiah terhadap dolar Amerika	Rasio
5	<i>Return</i>	Hasil investasi surat berharga yang berupa <i>capital gain</i> yaitu selisih antara harga investasi sekarang relatif (IHS_t) dengan harga periode yang lalu (IHS_{t-1})	$\frac{(IHS_t - IHS_{t-1})}{IHS_{t-1}}$	Rasio

Sumber: Dikembangkan untuk research paper ini

3.5. Teknik Analisis.

Untuk menguji hipotesis dan menyatakan kejelasan tentang kekuatan variabel penentu terhadap *return* saham dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (OLS). Adapun bentuk model yang digunakan dari model dasar penentuan *return* saham adalah sebagai berikut:

$$R_s = a + b_1 \text{ ROA} + b_2 \text{ PBV} - b_3 \text{ I} - b_4 \text{ Rp/ US\$} + e; \text{ dimana:}$$

R_s : *Return* saham;

ROA: Rasio Pendapatan terhadap Total Aktiva (*Return on assets*),

PBV: Rasio Harga terhadap Nilai Buku,

I: Tingkat Inflasi (*Inflation*),

Rp/ US\$: Nilai Tukar Rupiah terhadap dolar AS; dan

e : *error-terms* (variabel gangguan/ residual).

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variable independen ditunjukkan dengan b_1 , b_2 dan b_3 ; dan b_4 . Faktor fundamental perusahaan diukur dengan ROA dan PBV; sedangkan risiko ekonomi diukur dengan tingkat inflasi dan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS.

Faktor-faktor fundamental dan risiko ekonomi merupakan variable independen; sedangkan variabel dependennya adalah *return* saham.

3.5.1. Pengujian Asumsi Klasik.

Karena data yang digunakan adalah data sekunder, maka untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yang mendasari model regresi. Pengujian asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Masing-masing pengujian asumsi klasik tersebut secara rinci dapat dijelaskan sebagai berikut:

3.5.1.1. Normalitas

Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *skewness* yang didasarkan pada besarnya rasio untuk melihat nilai kemiringan (*skewness*). Rasio *skewness* dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Singgih Santoso, 1999: 79)

$$\text{Rasio}_{\text{skewness}} = \frac{\text{Skewness}}{\text{Standard error of skewness}}$$

Jika rasio *skewness* berada di antara -2 sampai dengan +2, maka distribusi data adalah normal.

3.5.1.2. Multikolinearitas

Pengujian asumsi kedua adalah uji multikolinearitas (*multicollinearity*) antar variabel-variabel independen yang masuk kedalam model. Metode untuk mendiagnose adanya *multicollinearity* dilakukan dengan diduga korelasi (*r*) diatas 0,70; dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satu pun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individu signifikan secara statistik atas dasar pengujian *t* yang konvensional (Gujarati, 1993: 166). Disamping itu, juga dapat digunakan uji Variance Inflation Factor (VIF) yang dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Singgih Santoso, 1999: 281)

$$\text{VIF} = 1 / \text{Tolerance}$$

Jika VIF lebih besar dari 5, maka antar variabel bebas (*independent variable*) terjadi persoalan multikolinearitas.

3.5.1.3. Heteroskedastisitas

Pengujian ketiga adalah heteroskedastisitas (*heteroscedasticity*) digunakan untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas dengan *Glejser test* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut: (Gujarati, 1993: 187)

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

e_i : *residuals*

X_i : variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan variance (σ_i^2); dan

v_i : unsur kesalahan.

Jika secara statistik ditemukan hubungan yang signifikan, maka bisa disimpulkan bahwa terdapat heteroskedastisitas dalam varian kesalahan; demikian sebaliknya.

3.5.1.4. Autokorelasi

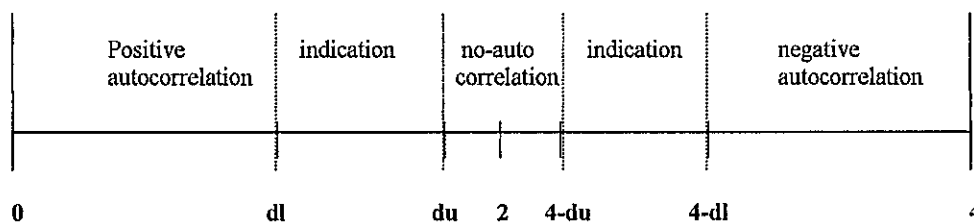
Pengujian asumsi klasik ke-empat dalam model regresi linier adalah ada tidaknya autokorelasi (*autocorrelation*). Untuk menguji keberadaan *autocorrelation* dalam penelitian ini digunakan metode *Durbin-Watson test* (Gujarati, 1993: pp. 216), dimana angka-angka yang diperlukan dalam metode

tersebut adalah dl (angka yang diperoleh dari tabel DW batas bawah), du (angka yang diperoleh dari tabel DW batas atas), $4 - dl$, dan $4 - du$.

Jika nilainya mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, sebaliknya jika mendekati 0 atau 4 terjadi autokorelasi (+/-). Posisi angka *Durbin-Watson test* dapat digambarkan dalam gambar 2.

Gambar 2:

Posisi Angka Durbin Watson



3.5.2. Pengujian Hipotesis.

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara bersama-sama (serentak) maupun secara parsial (individual) dilakukan dengan uji statistik F (F-test) dan uji statistik t (t-test).

a. *Uji F-statistik*

Uji ini digunakan untuk menguji keberartian pengaruh dari seluruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut:

$$H_1 : b_1, b_2, b_3, b_4 \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen (X_1 s/d X_4) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1993: 120):

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)}$$

Untuk menentukan nilai F_{tabel} , tingkat signifikansi yang digunakan sebesar 5% dengan derajat kebebasan (degree of freedom) $df = (n - k)$ dan $(k - 1)$; dimana “n” adalah jumlah observasi, “k” adalah jumlah variabel termasuk intercept, dengan kriteria uji yang digunakan adalah:

Jika $F_{hitung} > F_{tabel} (a, k - 1, n - k)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $F_{hitung} < F_{tabel} (a, k - 1, n - k)$, maka H_0 diterima.

b. Uji t-statistik

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t (student-t).

Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

$$H_1 : b_i \neq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap variabel dependen (Y).

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1993: 114):

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i}$$

Untuk menentukan nilai t_{tabel} , tingkat signifikansi yang digunakan 5% dengan derajat kebebasan (*degree of freedom*) $df = (n - k - 1)$; dimana “n” adalah jumlah observasi, “k” adalah jumlah variabel termasuk intercept, dengan kriteria uji yang digunakan adalah:

Jika $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}} (\alpha, n - k - 1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}} (\alpha, n - k - 1)$, maka H_0 diterima.

2. Untuk menguji dominasi variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada beta standar yang terbesar diantara variabel independen (X_i) menunjukkan hubungan dan pengaruh yang dominan terhadap variabel dependen (Y).
3. Untuk pengujian kontribusi kemampuan menjelaskan variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen dapat dilihat dari koefisien determinasi (R^2) berganda, namun karena variabel independen lebih dari dua maka digunakan adjusted R^2 ; dimana nilainya antara $0 \leq 1$. Hal ini berarti bahwa nilai R^2 yang semakin besar mendekati 1 merupakan indikator yang menunjukkan semakin besarnya kemampuan menjelaskan perubahan variabel independen X_i terhadap variabel dependen Y.

BAB IV

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

4.1. Gambaran Umum Responden

Jumlah perusahaan yang termasuk kelompok *Basic Industry and Chemical* sampai dengan tahun 2000 adalah 54 perusahaan yang terdiri dari delapan jenis industri yaitu: industri *cement* (3 perusahaan); *ceramics, glass, and porcelain* (5 perusahaan); *metal and allied products* (11 perusahaan); *chemicals* (9 perusahaan); *plastics & packaging* (9 perusahaan); *animal feed* (6 perusahaan); *wood industries* (5 perusahaan); dan *pulp & paper* (6 perusahaan).

Dari delapan jenis industri (54 perusahaan) tersebut dipilih sampel perusahaan yang selalu menyajikan laporan triwulanan sejak triwulan 3 tahun 1993 sampai dengan triwulan 3 tahun 2000. Berdasar laporan yang dipublikasikan oleh *Research & Development Division, JSX Statistic 2000*, maka jumlah sampel yang terpilih adalah 30 perusahaan seperti disajikan dalam tabel 6.

Berdasar tabel 6 tersebut nampak bahwa sampai dengan akhir triwulan 3 tahun 2000 jumlah perusahaan sampel sebesar 55,56% (30 dari 54 perusahaan) selalu menyajikan laporan triwulanan sejak triwulan 3 tahun 1993 sampai dengan triwulan 3 tahun 2000. Sampel yang dipilih tersebut telah sesuai dengan teknik pengambilan sampel yang digunakan *purposive sampling* dengan justifikasi sebagai berikut:

Tabel 6:
Jumlah Sampel Terpilih Beserta Saat Emisi dan Total Emisinya

No	Nama Perusahaan	Jenis Usaha	First Issue	Company List	First List	List Share
1	Indocement TP	Cement	05 Dec 89	12 Sept 94	89,832	1,207,227
2	Semen Cibinong	Cement	10 Aug 77	01 Nov 89	179	3,575
3	Semen Gresik	Cement	08 Jul 91	02 Jun 95	40,000	148,288
4	Surya Toto Indonesia	Ceramics	30 Oct 90	29 Jul 92	2,688	9,885
5	Itamaraya Gold Industri	Metal -Allied	10 Dec 90	02 Dec 91	4,000	21,000
6	Jaya Pari Steel Corp.	Metal -Allied	04 Aug 89	04 Aug 89	3,360	15,000
7	Lion Metal Works	Metal -Allied	20 Aug 93	03 Nov 97	3,000	52,016
8	Lionmesh Prima	Metal -Allied	04 Jun 90	30 Nov 90	600	9,600
9	Tembg Mulia Semanan	Metal -Allied	23 May 90	23 May 90	3,367	3,367
10	Duta Pertiwi Nusantara	Chemicals	12 Dec 91	12 Dec 91	3,000	24,912
11	Ekadarma Tape Industri	Chemicals	14 Aug 90	10 June 91	1,000	3,850
12	Intan Wijaya Chem Ind.	Chemicals	24 Jul 90	24 Jan 94	4,000	43,560
13	Kurnia Kapuas UGI	Chemicals	01 Jul 91	28 Jan 92	4,500	25,000
14	Sorini Corporation	Chemicals	03 Aug 92	03 Aug 92	3,500	15,000
15	Unggul Indah Cahaya	Chemicals	06 April 90	06 April 90	9,000	60,000
16	Argha Karya Prima Ind.	Plastic-Pack	18 Dec 92	18 Dec 92	16,000	80,000
17	Berlina	Plastic-Pack	06 Nov 89	15 Nov 89	1,750	5,750
18	Dynaplast	Plastic-Pack	05 Aug 91	24 Dec 91	2,500	10,500
19	Igar Jaya	Plastic-Pack	05 Nov 91	26 May 92	1,750	8,750
20	Trias Sentosa	Plastic-Pack	02 Jul 90	12 Jul 93	3,000	48,000
21	Anwar Sierad	Animal Feed	22 Nov 93	22 Nov 93	18,000	49,000
22	Charoen Pokphand Ind.	Animal Feed	18 March 91	11 Nov 91	2,500	52,500
23	CP Prima	Animal Feed	14 May 90	14 May 90	1,000	6,000
24	JAPFA Comfeed Ind.	Animal Feed	23 Oct 89	18 Mar 92	4,000	120,000
25	Barito Pac. Timber	Wood Industr	01 Oct 93	01 Oct 93	85,000	695,150
26	Sumalindo Lestari Jaya	Wood Industri	21 March 93	21 Mar 94	25,000	25,000
27	Indah Kiat Pulp - Paper	Pulp & Paper	16 July 90	28 July 94	60,000	483,856
28	Inti Indorayon Utama	Pulp & Paper	18 Jun 90	31 May 91	27,200	270,000
29	Surabaya Agung Ind.	Pulp & Paper	03 May 93	03 May 93	20,000	112,000
30	Tjiwi Kimia	Pulp & Paper	03 April 90	04 Feb 91	9,300	165,600

Sumber: Indonesian Capital Market Directory & JSX Statistic 2000, diolah

- Kelompok perusahaan *Basic Industry and Chemical* sampai dengan akhir triwulan 3 tahun 2000 merupakan jumlah kelompok industri yang paling banyak (sejumlah 54 perusahaan) dibanding dengan kelompok industri lainnya yang terdaftar di BEJ; dan
- Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan interim (secara triwulanan) selama periode pengamatan yaitu sejak triwulan 3 tahun 1993 sampai dengan triwulan 3 tahun 2000.

4.2. Profil Responden

4.2.1. Latar Belakang Perusahaan

Latar belakang perusahaan ditunjukkan dalam tabel 7. Berdasar tabel 7 tersebut, nampak bahwa empat perusahaan selain terdaftar di bursa efek domestik (BEJ dan BES) juga terdaftar di bursa internasional yaitu saham SMCB (BEJ, Hong Kong, dan Luxemburg), INKP, INRU, dan TKIM (BEJ dan NYSE).

Ditinjau dari status perusahaan, terdapat 5 (lima) perusahaan yang berstatus Penanaman Modal Asing (PMA) yaitu SUTI, LION, TBMS, UNIC, dan CPIN. Perusahaan yang berstatus PMA ini umumnya beroperasi multinasional. Sedangkan sisanya (25 perusahaan) berstatus Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) yang umumnya juga merupakan joint venture dari beberapa perusahaan. Pasar sasaran dari 13 perusahaan sampel disamping dijual ke pasar domestik juga pasar ekspor; sedangkan sisanya (17 perusahaan) dengan pasar sasaran domestik.

Tabel 7:
Latar Belakang Profil Responden

No	Kode	Jenis Usaha	Status	Bursa	Ekspor	Domestik
1	INTP	Cement	PMDN	BEJ	2.53 jt.ton	6.41 jt.ton
2	SMCB	Cement	PMDN	BEJ, HK, Lux	-	7.1 jt.ton
3	SMGR	Cement	PMDN	BEJ	4.18 jt ton	12.63 jt ton
4	SUTI	Ceramics	PMA	BEJ	Under Toto	Laba Rp 3.7 M
5	IGI	Metal –Allied	PMDN	BEJ	-	Sales Rp 36 M
6	JPRS	Metal –Allied	PMDN	BEJ	-	100,000 ton
7	LION	Metal –Allied	PMA	BEJ dan BES	Under Lion	Laba Rp 7.5 M
8	LSP	Metal –Allied	PMDN	BEJ	-	Sales Rp 27.8 M
9	TBMS	Metal –Allied	PMA	BEJ	-	Sale Rp 519.1 M
10	DPNS	Chemicals	PMDN	BEJ	-	57,000 ton
11	EKTI	Chemicals	PMDN	BEJ	-	90,000 ton
12	INCI	Chemicals	PMDN	BEJ	-	189,600 ton
13	UGI	Chemicals	PMDN	BEJ	-	78,000 ton
14	SOBI	Chemicals	PMDN	BEJ	-	54,200 ton
15	UNIC	Chemicals	PMA	BEJ	-	210,000 megaton
16	AKPI	Plastic-Pack	PMDN	BEJ	2,500 ton	22,000 ton
17	BRLN	Plastic-Pack	PMDN	BEJ	-	Laba Rp 21.01 M
18	DYNA	Plastic-Pack	PMDN	BEJ	-	7,500 mtr.ton
19	IGAR	Plastic-Pack	PMDN	BEJ	-	Laba Rp 229.2 M
20	TRST	Plastic-Pack	PMDN	BEJ	4,000 mtr. ton	20,000 mtr.ton
21	ANSI	Animal Feed	PMDN	BEJ	42 rest.di USA	Laba Rp 131.4 M
22	CPIN	Animal Feed	PMA	BEJ	-	750.000 ton
23	CPRM	Animal Feed	PMDN	BEJ	-	Laba Rp 268.8 M
24	JAPFA	Animal Feed	PMDN	BEJ	Asia Tenggara	Laba Rp 202.6 M
25	BRPT	Wood Industr	PMDN	BEJ	95% ekspor	Sales naik 10%
26	SULI	Wood Industri	PMDN	BEJ	229,400 m ³	62,200 m ³
27	INKP	Pulp & Paper	PMDN	BEJ dan NYSE	344,000 ton	Laba Rp 32.3 M
28	INRU	Pulp & Paper	PMDN	BEJ dan NYSE	-	Rugi 763.8 M
29	SAIP	Pulp & Paper	PMDN	BEJ	13,068 ton	6,436 ton
30	TKIM	Pulp & Paper	PMDN	BEJ dan NYSE	54,065 ton	44,235 ton

Sumber: Indonesian Capital Market Directory & JSX Statistic 2000, diolah

Dari 13 perusahaan yang melakukan ekspor, terdapat dua perusahaan di bawah nama perusahaan afiliasinya di luar negeri yaitu SUTI (Surya Toto Indonesia) dan LION (Lion Metal Works). Dari 17 perusahaan dengan pasar sasaran domestik terdapat 6 (enam) perusahaan chemical (DPNS, EKTI, INCI, UGI, SOBI, dan UNIC) sebagai pemasok utama (lebih dari 95%) perusahaan Wood Industry; dimana pasar sasaran Wood Industry sebagian besar (95%) produknya diekspor.

4.2.2. Pertumbuhan Asset, Equity, dan Kinerja Perusahaan

4.2.2.1. Pertumbuhan Asset

Pertumbuhan assets selama tujuh tahun terakhir dari perusahaan yang terpilih dalam sampel penelitian ini seperti ditunjukkan pada tabel 8. Berdasar tabel 8 tersebut nampak bahwa pertumbuhan rata-rata assets dari triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000 rata-rata pertumbuhan sebesar 0,399449 atau 39,94%; namun pada triwulan 3-1999 pertumbuhan tersebut menurun (-0,12461).

Pertumbuhan equity selama tujuh tahun terakhir (triwulan 3-1993 s/d triwulan 3-2000) ditunjukkan pada tabel 9. Berdasar tabel 9 tersebut nampak bahwa pertumbuhan rata-rata *equity* dari triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000 masing-masing sebesar 0,2113; 0,2545; 0,1625; 0,04577; 1,1249; -0,1143; dan 0,04483. Sehingga rata-rata pertumbuhan *equity* per-tahun adalah sebesar 0,24709 atau 24,71%. Namun dari pertumbuhan tersebut nampak bahwa dari triwulan 3-1998 ke triwulan 3-1999 pertumbuhan tersebut menurun (-0,1143).

Tabel 8:
Pertumbuhan Assets
Periode Triwulan 3-1993 sampai dengan Triwulan 3-2000
(Angka Dalam Milyar Rupiah)

Nama Perusahaan	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	5,077	5,375	7,775	8,552	6,179	12,814	11,061	11,731
2. Semen Cibinong Tbk.	1,182	1604	1837	3046	4093	11594	9745	11577
3. Semen Gresik (Persero) Tbk.	947	994	2,618	3,978	4,904	7,692	7,218	7,427
4. Surya Toto Indonesia Tbk.	138	158	208	227	305	630	426	399
5. Itamaraya Gold Industry Tbk.	52	55	59	66	69	88	71	68
6. Jaya Pari Steel Corp. Tbk.	49	54	48	62	57	137	130	119
7. Lion Metal Works Tbk.	24	37	44	71	74	99	90	102
8. Lionmesh Prima Tbk.	12	17	29	29	34	45	40	37
9. Tembaga Mulia Semanan Tbk.	223	254	256	306	306	531	518	490
10. Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	52	55	59	76	76	144	105	120
11. Ekadharma Tape Ind.	22	24	32	30	39	65	59	53
12. Intan Wijaya Chemical Industry Tbk.	79	72	82	86	107	146	114	160
13. Kurnia Kapuas UGI Tbk.	85	97	108	111	137	248	255	249
14. Sorini Corporation Tbk.	98	107	239	367	440	1,058	815	850
15. Unggul Indah Cahaya Tbk.	511	720	833	782	912	2,206	1,973	1,964
16. Argha Karya Prima Ind. Tbk.	288	409	602	657	837	2436	1891	1795
17. Berlina Tbk.	57	67	75	93	104	117	126	173
18. Dynaplast Tbk.	39	105	127	167	269	304	301	399
19. Igar Jaya Tbk.	40	44	99	112	153	157	178	231
20. Trias Sentosa	152	309	411	627	787	2,011	1,795	1,537
21. Anwar Sierad	234	353	523	698	1387	1303	988	1785
22. Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	359	428	588	965	965	2,060	2,300	1,832
23. CP. Prima Tbk.	168	802	982	1,168	1,875	3,565	4,052	3,543
24. JAPFA Comfeed Indonesia Tbk.	565	666	846	1,032	1,647	3,040	3,546	3,281
25. Barito Pacific Timber	2,651	2,835	3,024	2,610	3,903	7,199	6,730	6,595
26. Sumalindo Lestari Jaya Tbk.	341	518	648	726	981	2,242	2,062	1,888
27. Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	3,443	4,313	5,619	8,397	15,789	57,760	48,578	53,475
28. Inti Indorayon Utama	1,604	1633	1692	1940	2190	4881	5535	5705
29. Surabaya Agung Industry Pulp	453	572	733	1029	1452	3698	3329	3154
30. Tjiwi Kimia Tbk.	1,513	1,904	2,778	3,112	6,020	23,456	18,789	20,270
Jumlah	20,458	24,581	32,974	41,122	56,091	151,726	132,820	141,009
Rata-rata	682	819	1,099	1,371	1,870	5,058	4,427	4,700
Pertumbuhan		0.2015	0.3414	0.2471	0.36401	1.705	-0.1246	0.06165

Sumber: Monthly Statistic JSX, Financial Data & Ratio; diolah.

Tabel 9:
Pertumbuhan Equity
Periode Triwulan 3-1993 sampai dengan Triwulan 3-2000

Nama Perusahaan	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	1,959	2,646	3,044	3,631	1,692	1,474	746	704
2. Semen Cibinong Tbk.	476	912	1024	1100	1167	-2081	-2159	-2708
3. Semen Gresik (Persero) Tbk.	680	696	2,249	2,459	2,540	2,768	2,412	2,941
4. Surya Toto Indonesia Tbk.	71	84	103	118	138	165	151	111
5. Itamaraya Gold Industry Tbk.	44	45	45	46	46	47	35	16
6. Jaya Pari Steel Corp. Tbk.	44	45	44	40	40	12	56	42
7. Lion Metal Works Tbk.	19	23	28	64	68	72	70	80
8. Lionmesh Prima Tbk.	8	9	14	16	17	12	8	9
9. Tembaga Mulia Semanan Tbk.	86	93	85	75	67	68	78	83
10. Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	39	41	44	48	54	93	95	105
11. Ekadharma Tape Ind.	17	18	20	21	22	25	41	43
12. Intan Wijaya Chemical Industry Tbk.	61	61	62	68	77	110	104	119
13. Kurnia Kapuas UGI Tbk.	68	76	79	85	90	105	131	132
14. Sorini Corporation Tbk.	44	49	119	140	106	-275	-400	-537
15. Unggul Indah Cahaya Tbk.	216	238	257	272	273	400	443	632
16. Argha Karya Prima Ind. Tbk.	142	217	230	256	267	237	-29	-216
17. Berlina Tbk.	40	47	52	59	58	56	76	94
18. Dynaplast Tbk.	33	90	96	103	186	208	190	216
19. Igar Jaya Tbk.	19	19	55	64	54	57	86	109
20. Trias Sentosa	83	198	230	254	254	212	142	171
21. Anwar Sierad	36	158	178	203	247	-2420	-1656	-1390
22. Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	112	138	228	263	175	-25	432	616
23. CP. Prima Tbk.	49	360	297	427	48	-714	-61	85
24. JAPFA Comfeed Indonesia Tbk.	531	352	354	386	358	-1,963	-674	-1,368
25. Barito Pacific Timber	1,737	1,922	1,913	1,966	1,914	1,546	1,869	966
26. Sumalindo Lestari Jaya Tbk.	220	475	484	469	459	600	502	320
27. Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	1,470	1,604	2,017	2,997	5,762	29,682	23,742	27,031
28. Inti Indorayon Utama	1,067	746	940	907	880	99	1470	192
29. Surabaya Agung Industry Pulp	222	238	258	392	393	423	68	-199
30. Tjiwi Kimia Tbk.	523	654	824	942	1,237	8,720	7,207	8,353
Jumlah	10,116	12,254	15,373	17,871	18,689	39,713	35,175	36,752
Rata-rata Equity	337	408	512	596	623	1,324	1,173	1,225
Pertumbuhan		0.2113	0.2545	0.1625	0.04577	1.1249	-0.1143	0.04483
Pertumbuhan Rata-rata/Th	0.24709							

Sumber: Monthly Statistic JSX, Financial Data & Ratio; diolah.

4.2.2.3. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini antara lain ditunjukkan dalam pertumbuhan *sales*, *net income*, dan *return on assets* (ROA) selama tujuh tahun terakhir yaitu sejak triwulan 3 tahun 1993 sampai dengan triwulan 3 tahun 2000.

Untuk menunjukkan kinerja perusahaan tersebut, berikut ini disajikan secara berturut-turut pertumbuhan kinerja perusahaan seperti ditunjukkan pada tabel 10 sampai dengan tabel 12.

4.2.2.3.a. Pertumbuhan Sales

Pertumbuhan sales sejak triwulan 3 tahun 1993 sampai dengan triwulan 3 tahun 2000 ditunjukkan dalam tabel 10. Berdasar tabel 10 tersebut nampak bahwa pertumbuhan rata-rata *sales* dari triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000 masing-masing sebesar 0,2673; 0,3602; 0,0447; 0,00485; 1,5192; 0,0134; dan 0,20693. Namun dari pertumbuhan tersebut nampak bahwa dari triwulan 3 1998-1999 terjadi penurunan.

4.2.2.3.b. Pertumbuhan Net Income

Pertumbuhan *net income* periode triwulan 3-1993 s/d triwulan 3-2000 ditunjukkan dalam tabel 11. Berdasar tabel 11 maka rata-rata pertumbuhan *net income* pertahun adalah sebesar -1.53127 atau minus 153.13%.

Tabel 10:
Pertumbuhan Sales
Periode Triwulan 3-1993 sampai dengan Triwulan 3-2000
(Angka Dalam Milyar Rupiah)

Nama Perusahaan	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	1,905	2,453	2,885	3,189	1,146	1,178	1,307	1,967
2. Semen Cibinong Tbk.	229	381	509	556	595	630	932	612
3. Semen Gresik (Persero) Tbk.	156	181	407	992	1,144	1647	2,315	2,719
4. Surya Toto Indonesia Tbk.	58	76	92	97	110	190	150	240
5. Itamaraya Gold Industry Tbk.	40	37	53	40	47	654	46	36
6. Jaya Pari Steel Corp. Tbk.	32	32	36	45	38	83	46	96
7. Lion Metal Works Tbk.	31	21	29	33	31	38	29	28
8. Lionmesh Prima Tbk.	14	15	20	21	25	18	18	32
9. Tembaga Mulia Semanan Tbk.	216	177	191	188	233	320	390	532
10. Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	28	24	32	17	34	80	50	45
11. Ekadharma Tape Ind.	17	17	27	33	32	87	74	59
12. Intan Wijaya Chemical Industry Tbk.	22	19	28	40	39	117	71	60
13. Kurnia Kapuas UGI Tbk.	43	49	64	59	65	214	118	128
14. Sorini Corporation Tbk.	43	38	50	85	91	333	278	309
15. Unggul Indah Cahaya Tbk.	239	215	221	256	322	1,033	925	1,135
16. Argha Karya Prima Ind. Tbk.	121	138	179	214	235	585	432	321
17. Berlina Tbk.	23	40	52	57	58	68	85	70
18. Dynaplast Tbk.	29	30	50	66	94	101	136	228
19. Igar Jaya Tbk.	24	27	32	45	56	103	178	215
20. Trias Sentosa	51	70	110	126	94	337	308	420
21. Anwar Sierad	42	172	277	249	313	474	603	461
22. Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	377	521	680	611	951	1,172	1,764	2,045
23. CP. Prima Tbk.	171	723	933	785	1,328	2,103	2,627	3,309
24. JAPFA Comfeed Indonesia Tbk.	405	552	574	743	896	1,326	1,795	2,344
25. Barito Pacific Timber	979	697	605	684	489	1,621	1,301	1,018
26. Sumalindo Lestari Jaya Tbk.	267	184	181	205	242	577	593	631
27. Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	478	696	1,686	1,240	1,664	9,181	7,989	11,251
28. Inti Indorayon Utama	107	248	484	263	239	1160	648	358
29. Surabaya Agung Industry Pulp	149	168	241	191	183	514	470	333
30. Tjiwi Kimia Tbk.	465	567	926	1,045	1,440	4,876	5,555	6,694
Jumlah	6,761	8,568	11,654	12,175	12,234	30,820	31,233	37,696
Rata-rata Sales	225	286	388	406	408	1,027	1,041	1,257
Pertumbuhan		0.2673	0.3602	0.0447	0.00485	1.5192	0.0134	0.20693
Pertumbuhan Rata-rata/Th	0.34522							

Sumber: Monthly Statistic JSX, Financial Data & Ratio; diolah.

Tabel 11:
Pertumbuhan Net Income
Periode Triwulan 3-1993 sampai dengan Triwulan 3-2000
(Angka Dalam Milyar Rupiah)

Nama Perusahaan	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	232	255	322	389	616	3	21	-577
2. Semen Cibinong Tbk.	13	25.89	68.18	78.21	73.73	-3.295	-1226	-1536
3. Semen Gresik (Persero) Tbk.	38	22	47	194	160	145.05	104	302
4. Surya Toto Indonesia Tbk.	8	13.17	15.57	13.99	18.59	15.92	47	24
5. Itamaraya Gold Industry Tbk.	6	0.76	0.88	0.58	0.64	2.51	-2	-5
6. Jaya Pari Steel Corp. Tbk.	5	1.78	2.91	-2.04	-1.27	-23.46	-4	-9
7. Lion Metal Works Tbk.	4	2.66	4.78	3.66	3.83	1.42	4	7
8. Lionmesh Prima Tbk.	1	0.97	0.99	0.9	1.47	-9.82	1	-1
9. Tembaga Mulia Semanan Tbk.	10	13.07	2.67	-6.69	-14.53	-18.32	14	17.8
10. Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	6	3.64	4.32	3.45	8.53	40.76	16	17
11. Ekadharma Tape Ind.	3	1.03	1.76	1.7	2	2.11	11	6
12. Intan Wijaya Chemical Industry Tbk.	5	1.92	2.86	7.45	11.47	40.62	17	16
13. Kurnia Kapuas UGI Tbk.	7	5.66	5.97	9.47	0.57	8.67	19	11
14. Sorini Corporation Tbk.	10	11	11	11	-18	-341	-112	-137
15. Unggul Indah Cahaya Tbk.	34	23	23	25	5	-53	60	80
16. Argha Karya Prima Ind. Tbk.	16	19.4	16.68	25.42	-14.76	44.69	-71	-279
17. Berlina Tbk.	2	4.35	6.63	7.11	4.71	-9.59	16	14
18. Dynaplast Tbk.	6	5.96	7.71	9.36	14.62	9.76	19	27
19. Igar Jaya Tbk.	1	0.99	1.2	2.47	-1.4	-27.63	23	18
20. Trias Sentosa	12	20	31	28	9	-66	-9	-121
21. Anwar Sierad	5	17.29	22.29	14.33	-119.96	-3103.1	-94	-269
22. Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	21	28	41	19	-98	-829	144	87
23. CP. Prima Tbk.	7	27	37	18	-294	-1,738	-53	-67
24. JAPFA Comfeed Indonesia Tbk.	23	22	15	24	-98	-2,047	-129	-631
25. Barito Pacific Timber	310	142	59	62	85	-163	-67	-447
26. Sumalindo Lestari Jaya Tbk.	36	30	8	4	-10	14	-40	-213
27. Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	63	132	369	158	251	2,540	751	2,038
28. Inti Indorayon Utama	54	30.85	123.4	-10.66	-118.6	492.8	-439	-334
29. Surabaya Agung Industry Pulp	13	17.14	26.4	10.79	4.28	21.37	-245	-437
30. Tjiwi Kimia Tbk.	59	78	141	124	198	1,098	508	258
Jumlah	1,010	957	1,421	1,227	680	-7,245	-716	-2,140
Rata-rata Net Income	34	32	47	41	23	-241	-24	-71
Pertumbuhan		-0.052	0.4849	-0.137	-0.446	-11.657	-0.9012	1.98911
Pertumbuhan Rata-rata/Th	-1.53127							

Sumber: Monthly Statistic JSX, Financial Data & Ratio; diolah.

4.2.2.3.c. Pertumbuhan ROA

Pertumbuhan ROA sejak 1993 s/d 2000 ditunjukkan pada tabel 12.

Tabel 12:
Pertumbuhan ROA Periode Triwulan 3-1993 s/d Triwulan 3-2000

Nama Perusahaan	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Indocement Tunggai Prakasa Tbk.	4.57	4.75	5.52	6.07	13.3	1	0.3	-7
2. Semen Cibinong Tbk.	1.07	1.61	4.95	3.42	2.4	-33	-17	-26
3. Semen Gresik (Persero) Tbk.	4.02	2.19	4.35	6.5	4.35	4	2	5
4. Surya Toto Indonesia Tbk.	5.44	8.35	9.96	8.21	8.12	6	15	8
5. Itamaraya Gold Industry Tbk.	1.27	1.39	1.98	1.16	1.24	1	-3	-11
6. Jaya Pari Steel Corp. Tbk.	9.14	3.27	8.01	-4.42	-2.99	-25	-4	-10
7. Lion Metal Works Tbk.	16.78	7.17	14.45	6.89	6.94	5	6	15.25
8. Lionmesh Prima Tbk.	4.34	5.68	4.61	4.19	6.72	-14	3	-1
9. Tembaga Mulia Semanan Tbk.	4.13	5.13	1.63	-1.22	-6.32	3	4	5
10. Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	11.18	6.57	9.71	10.2	14.88	37	21	19
11. Ekadharma Tape Ind.	12.06	4.23	7.23	7.49	6.91	7	25	14
12. Intan Wijaya Chemical Industry Tbk.	6.99	2.65	4.68	11.49	14.35	37	20	14
13. Kurnia Kapuas UGI Tbk.	8.85	5.83	7.39	11.34	0.08	14	10	6
14. Sorini Corporation Tbk.	6.23	6.36	6.34	4.13	-5.43	-39	-18	-26
15. Unggul Indah Cahaya Tbk.	5.45	3.23	3.72	4.21	0.76	4	4	7
16. Argha Karya Prima Ind. Tbk.	5.42	4.74	3.7	5.16	-2.35	-3	-5	-37
17. Berlina Tbk.	3.05	6.47	11.74	10.14	6.06	0.5	17	18
18. Dynaplast Tbk.	9.64	5.66	8.09	7.47	7.24	7	8	9
19. Igar Jaya Tbk.	2.44	2.23	1.62	2.96	-1.22	1	17	10
20. Trias Sentosa	7.85	6.42	9.93	5.95	1.45	15	12	9
21. Anwar Sierad	4.45	4.9	5.68	2.43	-11.53	-214	-13	-37
22. Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	5.92	5.62	9.27	5.77	-13.53	-24	8	6
23. CP. Prima Tbk.	4.27	3.4	5.07	2.75	-20.93	-34	-2	-3
24. JAPFA Comfeed Indonesia Tbk.	4.04	3.26	3.49	3.12	-7.95	-90	-5	-26
25. Barito Pacific Timber	8.3	5.02	2.62	3.18	2.91	-7	-1	-9
26. Sumalindo Lestari Jaya Tbk.	-1.75	5.83	1.71	0.78	-1.37	3	-3	-15
27. Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	1.83	3.05	8.76	2.51	2.12	5	2	6
28. Inti Indorayon Utama	3.34	1.89	9.72	-0.73	-7.22	-10	-11	-11
29. Surabaya Agung Industry Pulp	2.91	2.99	4.8	1.4	0.39	1	-10	-34
30. Tjiwi Kimia Tbk.	3.89	4.1	6.78	5.31	4.38	6	4	2
Jumlah	167.12	133.99	187.51	137.86	23.76	-335.5	86.3	-99.75
Rata-rata ROA (Dalam %)	5.57067	4.4663	6.2503	4.5953	0.792	-11.183	2.87667	-3.325
Pertumbuhan		-0.198	0.3994	-0.265	-0.8277	-15.12	-1.2672	-2.1559
Rata-rata Pertumbuhan/ Th	-2.77496							

Sumber: Monthly Statistic JSX, Financial Data & Ratio; diolah.

Berdasar tabel 12 tersebut nampak bahwa pertumbuhan rata-rata *return on assets* (ROA) atau *return on investment* (ROI) dari triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000 masing-masing sebesar -0,198; 0,3994; -0,265; -0,8277; -15,12; -1,257; dan -2,156. Dengan demikian rata-rata pertumbuhan *return on assets* (ROA) per-tahun adalah sebesar -2,77496. Namun dari pertumbuhan tersebut nampak bahwa pada triwulan 3-1995 pertumbuhan tersebut meningkat (bahkan positif sebesar 0,3994).

Secara terperinci data ROA sejak triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000 ditunjukkan dalam lampiran 1; dan perincian data PBV (faktor fundamental yang kedua) ditunjukkan pada lampiran 2. Sedangkan perincian data perhitungan *return* saham ditunjukkan dalam beberapa lampiran (lampiran 3 sampai dengan lampiran 6).

Lampiran 3 menunjukkan data tentang harga saham individual (dari 30 sampel perusahaan) selama periode triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000. Berdasar lampiran 3 selanjutnya dihitung *actual return* berdasarkan konsep $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hasil perhitungan *actual return* secara rinci ditunjukkan dalam lampiran 4. Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran 4, kemudian dibuat ringkasan perhitungan *average actual return* dari 30 saham berdasarkan periode pengamatan yang ditunjukkan dalam lampiran 5 dan 6.

4.2.2.4. Ringkasan Data Penelitian

Berdasarkan data dan perhitungan yang ditunjukkan pada lampiran 1, 2, 6, dan data tentang inflasi dan nilai tukar Rp/ US\$, maka untuk keperluan

pengolahan data diperlukan data sepanjang periode pengamatan yaitu sejak triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3-2000.

Data penelitian dari semua variabel yang terdiri dari ROA, PBV, inflasi, nilai tukar, dan *return* saham ditunjukkan dalam lampiran 7. Berdasar data pada lampiran 7 nampak bahwa dalam z-score (standard score) nilai yang menyimpang cukup jauh dari rata-ratanya (*outlier*) adalah periode ke-19 dan 20 (triwulan 1 dan 2 tahun 1998), sehingga data penelitian yang dapat digunakan untuk analisis hanya berjumlah 27 periode pengamatan (lihat lampiran 10).

4.3. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat. Berdasarkan asumsi klasik, data yang digunakan untuk melakukan analisis regresi harus terdistribusi normal, bebas heteroskedastisitas, tidak terjadi multikolinieritas dan tidak terdapat autokorelasi.

Masing-masing pengujian tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut:

a. Normalitas

Pengujian normalitas data dapat dilakukan dengan melihat rasio *skewness*, yaitu nilai *skewness/ standard error skewness*. Pengujian ini dengan menggunakan tingkat signifikansi 5% nampak dalam lampiran 8 (Hasil Uji Normalitas Data). Berdasar lampiran 8, secara ringkas rasio *skewness* masing-masing variabel penelitian dapat ditunjukkan pada tabel 13 sebagai berikut:

Tabel 13:

Perhitungan Rasio Skewness

Variabel	Nilai Skewness	Standard Error of Skewness	Rasio Skewness
ROA	-2.503	.434	-5.767
PBV	3.070	.434	7.074
Inflasi	2.761	.434	6.362
Nilai Tukar	-.335	.434	-.772
Return	4.179	.434	9.630

Sumber: Data sekunder diolah untuk penelitian ini
(Output SPSS 9.0-frequencies statistics)

Dari kelima variabel diatas yang mempunyai rasio *skewness* berada disekitar ± 2 hanya variabel nilai tukar yaitu sebesar $-.772$; sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel nilai tukar adalah normal.

Kemudian langkah selanjutnya perbaikan data dilakukan untuk melihat ada tidaknya *outlier* yaitu dengan menghitung *z-score* sebagai berikut:
(Singgih Santoso, 1999: pp.86)

$$Z = \frac{X_i - \bar{x}}{SD}$$

X_i : nilai data ke- i ; \bar{x} merupakan mean data; dan SD adalah standar deviasi.

Berdasar hasil perhitungan nilai- z pada lampiran 9 menunjukkan bahwa data yang tidak normal adalah n-19 dan 20 (quarter 1 dan 2 tahun 1998). Kedua periode tersebut nilai- z berada di atas 1,96 ($-2,90834$ dan $-3,46812$) pada variabel ROA, PBV (4,42290), dan inflasi sebesar 3,70902.

Berdasar hasil pengujian ini, maka data pada n-19 dan n-20 dikeluarkan dari analisis; sehingga data yang dapat digunakan berjumlah 27 triwulan seperti nampak dalam lampiran 10. Dari data pada lampiran 10 (N = 27) selanjutnya diuji kembali dengan melihat rasio *skewness* masing-masing variabel penelitian seperti nampak dalam lampiran 11. Berdasar lampiran 11 secara ringkas ditunjukkan pada tabel 14 sebagai berikut:

Tabel 14:
Perhitungan Rasio Skewness

Variabel	Nilai Skewness	Standard Error of Skewness	Rasio Skewness
ROA	-1.331	.448	-2.971
PBV	.672	.448	1.500
Inflasi	3.815	.448	8.516
Nilai Tukar	-.508	.448	-1.134
Return	4.091	.448	9.132

Sumber: Data sekunder diolah untuk penelitian ini
(Output SPSS 9.0-frequencies statistics)

Dari tabel 14 nampak bahwa variabel yang berdistribusi normal adalah PBV dan nilai tukar dengan nilai-z masing-masing sebesar 1.500 dan -1.134 (kurang dari ± 1.96); sedangkan variabel lainnya (ROA, inflasi, dan *return*) merupakan variabel yang datanya berdistribusi tidak normal. Rasio keuangan (ROA) merupakan hal yang wajar jika distribusi datanya tidak normal (Deakin Edward B, 1976; dan Lau *et al.*, 1995). Lebih jauh, Deakin menunjukkan bahwa dari 11 rasio keuangan yang dikelompokkan menjadi empat kelompok yaitu *asset turnover ratios*, *liquid asset ratios*, *profitability ratios*, dan *debt/ equity ratios* yang berdistribusi normal hanya *debt/ equity*

ratios; sedangkan 10 rasio keuangan lainnya (termasuk ROA) tidak berdistribusi normal (Deakin, 1976: pp. 91-95). Hasil penelitian tersebut juga didukung oleh Lau *et al.* (1995) yang menunjukkan bahwa dari 11 rasio keuangan, hanya ada dua rasio keuangan yang berdistribusi normal yaitu *current asset to total asset ratios* dan *working capital to sales ratio*; sedangkan rasio keuangan (termasuk ROA) berdistribusi tidak normal (Lau *et al.*, 1995: pp.91-96). Sedangkan ketidaknormalan data dari variabel inflasi dan *return* merupakan keterbatasan dalam penelitian ini yang disebabkan oleh kondisi ekonomi yang tidak normal terutama pada periode 1998-1999.

Namun jika dilihat dari normal PP-Plot (lampiran 12) terlihat bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga model regresi tersebut memenuhi asumsi normalitas.

b. Multikolinieritas

Pengujian multikolinieritas ini bertujuan untuk mengetahui apakah tiap-tiap variabel bebas (*independent variable*) saling berhubungan secara linier. Dalam penelitian ini diukur berdasarkan kriteria koefisien korelasi dan *variance inflation factor* (VIF).

Besarnya koefisien korelasi (r) antara dua variabel bebas adalah 0 (nol) sampai dengan ± 1 . Jika dua variabel bebas tersebut mempunyai nilai $r = 0$, berarti dua variabel tidak ada hubungan. Sedangkan jika dua variabel bebas

mempunyai nilai r mendekati atau sama dengan ± 1 , maka dua variabel mempunyai hubungan yang sempurna (Algifari, 1997).

Berdasar hasil pada lampiran 12, maka besarnya hubungan antar variabel bebas ditunjukkan dalam tabel 15. Dari tabel 15 tersebut, nampak bahwa korelasi antar variabel bebas menunjukkan tidak adanya korelasi yang kuat (di bawah 0,70) yang berarti antar variabel bebas tidak terjadi multikolinieritas. Dengan demikian ke-empat variabel bebas tersebut dapat digunakan dalam model regresi.

Tabel 15:

Korelasi Antar Variabel bebas

VARIABEL	ROA	PBV	INFLASI	N. TUKAR
ROA	-	0.182	-0.595	0.682
PBV	0.182	-	-0.351	0.412
INFLASI	-0.595	-0.351	-	-0.233
N. TUKAR	0.682	0.412	-0.233	-

Sumber: Data sekunder diolah untuk penelitian ini
(Output SPSS 9.0-Regression-Correlation)

Disamping itu deteksi ada tidaknya multikolinearitas dengan melihat nilai *variance inflation factor* (VIF) seperti ditunjukkan dalam lampiran 12 (*coefficient*). Berdasar lampiran tersebut, maka nilai VIF seperti ditunjukkan dalam tabel 16. Berdasar tabel 16 tersebut nampak bahwa ke-empat variabel bebas tersebut tidak terjadi multikolinearitas, karena nilai VIF di bawah 5.

Tabel 16:

Nilai Variance Inflation Factor (VIF)

No	Variabel	VIF
1	ROA	3,684
2	PBV	1,611
3	Inflasi	2,219
4	Nilai Tukar	2,892

Sumber: Data sekunder diolah untuk penelitian ini
(Output SPSS 9.0-coefficient)

c. Heteroskedastisitas

Glejser test digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan σ_i^2 menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana: $[e_i]$ penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel independen.

Berdasar lampiran 13 maka hasil uji heteroskedastisitas ditunjukkan dalam tabel 17 bahwa semua variabel bebas tidak signifikan; sehingga semua variabel bebas tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

Tabel 17:

Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Nilai-t	Signifikansi	Keterangan
ROA	0.341	0.736	Tidak signifikan
PBV	0.945	0.354	Tidak signifikan
INFLASI	1.570	0.131	Tidak signifikan
NILAI TUKAR	-0.941	0.353	Tidak signifikan

Sumber: Data sekunder diolah untuk penelitian ini
(Output SPSS 9.0-Regression-Coefficient)

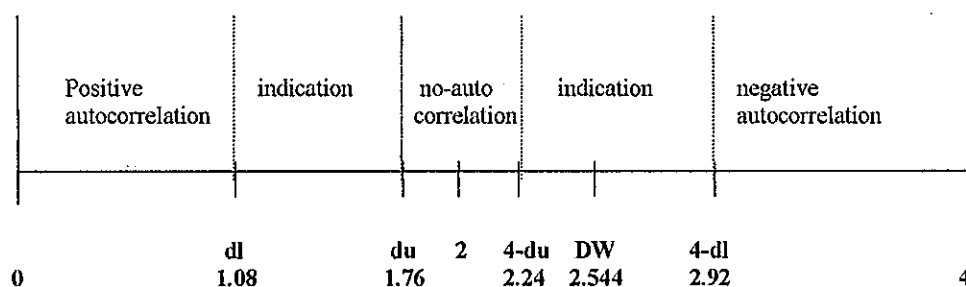
d. Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan *level of significance* 0.05 (α 0.05) dengan sejumlah variabel independen ($k' = 4$) dan banyaknya data ($n = 27$), serta hasil hitung Durbin Watson = 2,544; sedangkan besarnya DW-tabel: dl (batas luar) = 1,08; du (batas dalam) = 1,76; $4 - du = 2,24$; dan $4 - dl = 2,92$.

Dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji (indication). Hal ini dapat dilihat pada gambar 3 yang menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *indication* (ragu-ragu) sehingga perlu dilakukan *run-test* (Gujarati, 1993: pp. 225). Berdasar lampiran 12 (*Casewise Diagnostics*) maka *run-test* dapat dihitung sebagai berikut:

- n_1 (number of positif) = 12
- n_2 (number of negatif) = 15
- k (number of run) = 14

Gambar 3:
Hasil Uji Durbin Watson



$$\text{Mean : } E(k) = \frac{2 n_1 n_2}{n_1 + n_2} + 1$$

$$= \frac{2 * 12 * 15}{12 + 15} + 1$$

$$= 14,3333$$

$$\text{Variance: } \sigma_k^2 = \frac{2 n_1 n_2 (2 n_1 n_2 - n_1 n_2)}{(n_1 + n_2)^2 (n_1 + n_2 - 1)}$$

$$= \frac{2 * 12 * 15 (2 * 12 * 15 - 12 - 15)}{(12 + 15)^2 (12 + 15 - 1)}$$

$$= 6,324786$$

$$\sigma_k = \sqrt{6,324786}$$

$$= 2,515$$

$$E(k) \pm 1,96 * \sigma_k = 14,3333 \pm 1,96 * 2,515$$

$$= 14,333 \pm 4,9292$$

$$\text{sehingga } 9,4041 < k < 19,2625$$

Karena "k" berada diantara 9,4041 dan 19,2625 (pada level of significance 0.05), maka dapat dikatakan bahwa urutan data yang diamati adalah random, sehingga dapat dikatakan bahwa model tersebut tidak terjadi autokorelasi.

4.4. Hasil Estimasi Regresi

4.4.1. Pengujian Hipotesis Pertama

Berdasar lampiran 12 dapat dibuat tabel hasil estimasi regresi berganda (lihat tabel 18) dengan persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$Return = 0.09952 + 0.161 ROA + 0.641 PBV + 0.07055 IFL - 4122.298$$

N.TUKAR

Tabel 18:
Hasil Estimasi Regresi Berganda

Variabel Independen	Koefisien Regresi	t-statistik	Sig. t
ROA	0.161	4.438	0.000
PBV	0.641	2.250	0.035
Inflasi	0.07055	2.129	0.045
Nilai Tukar	-4122.298	-4.293	0.000
Konstanta	0.09952	0.277	0.794
Multiple R = 0.716 R Square = 0.513 Adj. R Square = 0.424 F Statistics = 5.788 DW Statistics = 2.544	Sig F = 0.002		

Sumber: Data sekunder diolah untuk penelitian ini
(Output SPSS 9.0-Regression Coefficient)

Dari persamaan tersebut nampak bahwa faktor fundamental (ROA dan PBV) mempunyai koefisien arah positif; dimana hasil tersebut sesuai dengan hipotesis pertama (H1). Sedangkan untuk risiko ekonomi (inflasi dan nilai tukar) hanya variabel nilai tukar yang mempunyai koefisien arah negatif sesuai dengan hipotesis pertama yang diajukan.

Dari tabel 18 terlihat bahwa berdasarkan uji-t ternyata variabel ROA, PBV, Inflasi, dan Nilai Tukar mempunyai pengaruh signifikan secara parsial pada level 5% terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*

di BEJ. Pada tabel 18 juga menunjukkan F- hitung 5.788 ($p < 0.002$) lebih besar dari nilai F-tabel, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel independen (ROA, PBV, Inflasi, dan Nilai Tukar) secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sementara itu, variabel inflasi yang diduga mempunyai arah koefisien negatif, ternyata menunjukkan hasil yang positif.

4.4.2. Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian hipotesis kedua (H2a, H2b, H2c, dan H2d) adalah dengan melihat pada koefisien beta standar masing-masing variabel X_i yang signifikan seperti disajikan pada tabel 19. Pada tabel 19 tersebut mempunyai makna bahwa *ROA* berpengaruh dominan terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*.

Hasil tersebut ditunjukkan dengan nilai beta standar sebesar 1.268 yang merupakan nilai tertinggi dibanding dengan variabel lainnya. Variabel dominan kedua adalah nilai tukar dengan nilai beta standar sebesar -1.087. Dengan demikian hipotesis kedua (H2a) yang menyatakan bahwa ROA merupakan variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap *return* saham terbukti; sedangkan hipotesis kedua lainnya (H2b, H2c, dan H2d) tidak terbukti.

Tabel 19:
Nilai Koefisien Beta Standard & Korelasi Parsial

Variabel	Beta Standard	Korelasi Parsial
ROA	1.268	0.687
PBV	0.425	0.433
Inflasi	0.472	0.413
Nilai Tukar	-1.087	-0.675

Sumber: Data sekunder diolah untuk penelitian ini
(Output SPSS 9.0-Regression Coefficient)

4.4.3. Pengujian Hipotesis Ketiga

Hasil estimasi regresi pada tabel 18 memperlihatkan bahwa *adjusted R-square* sebesar 0.424 dengan nilai koefisien korelasi sebesar 0.716 menunjukkan bahwa antara variabel independen (X_i) dengan variabel dependen (Y) mempunyai hubungan yang cukup tinggi. Hal ini berarti bahwa variabel independen X_i yang ada pada model regresi mampu menjelaskan 42,4% terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*, dan sisanya (57,6%) tidak ter jelaskan (dijelaskan faktor lain yang tidak termasuk dalam model).

Dengan demikian model tersebut (ROA, PBV, inflasi dan nilai) mempunyai kontribusi yang rendah dalam menjelaskan *return* saham (hipotesis ketiga tak terbukti).

4.5. Pembahasan dan Implikasi Hasil Penelitian

1. Variabel *return on assets* (ROA) berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan cenderung mendukung pendapat Modigliani & Miller (MM) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh “*earning power*” dari *assets* perusahaan. Koefisien arah positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi “*earning power*” semakin efisien perputaran asset dan atau semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh oleh perusahaan, dan implikasinya akan meningkatkan nilai perusahaan sehingga diharapkan tingkat kembalian juga semakin besar. Sesuai dengan pendapat Robbert Ang (1997) yang menyatakan bahwa ROA

merupakan rasio profitabilitas yang terpenting diantara rasio-rasio profitabilitas lainnya, maka hasil penelitian ini juga konsisten dengan teori yang menyatakan bahwa semakin besar ROA, maka kinerja perusahaan semakin baik karena tingkat kembalian (*return*) semakin besar. Diterimanya hipotesis ini membuktikan pula bahwa ROA konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Syahib Natarsyah (2000). Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil-hasil penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti lainnya seperti Silalahi, 1991; Sugeng, 1994; Sulaiman, 1995; dan Leki, 1997 (dalam Syahib Natarsyah, 2000) dengan sampel dan periode data observasi yang berbeda, dimana hasil penelitiannya juga menunjukkan bahwa ROA secara signifikan berpengaruh positif terhadap harga atau *return* saham. Dan bahkan ROA mempunyai pengaruh yang dominan terhadap *return* saham (yang ditunjukkan dengan beta standar sebesar 1.268) di kelompok *basic industry & chemical* (konsisten dengan Silalahi, 1991 untuk 38 perusahaan yang listing di BEJ periode 1989-1990). Hasil ini mengindikasikan bahwa investor dalam preferensi jangka panjang tetap menggunakan faktor fundamental (ROA) sebagai dasar pertimbangan investasi di pasar modal. Tetapi, hasil ini berbeda dengan temuan Rina Trisnawati (1999) yang menunjukkan bahwa ROA tidak signifikan berpengaruh terhadap *return* saham pada saat IPO di Bursa Efek Jakarta. Perbedaan hasil tersebut terletak pada sampel yang digunakan dan periode pengamatan. Rina Trisnawati (1999) menggunakan sampel perusahaan yang hanya melakukan IPO (dengan jumlah

sampel 47 perusahaan) pada tahun 1994 dan 1995 dengan kriteria saham yang *underprice*. Sedangkan dalam penelitian ini menggunakan sampel perusahaan sektor *basic industry & chemical* (30 perusahaan) dengan periode pengamatan yang jauh lebih panjang (pengamatan triwulanan sejak triwulan 3 tahun 1993 sampai dengan triwulan 3 tahun 2000) di pasar sekunder. Sehingga hasil penelitian ini diharapkan lebih dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi saham di pasar sekunder.

2. Variabel *Price to Book Value* (PBV) signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Claude *et al.* (1996) yang menunjukkan bahwa PBV merupakan satu-satunya faktor fundamental yang berhubungan positif dengan *return* saham baik di pasar modal negara maju (*developed market*) maupun di pasar modal *emerging*. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan Ferson & Harvey (1996) yang menunjukkan bahwa PBV berhubungan positif dengan *return* saham di pasar modal nasional Amerika. Disamping itu, hasil penelitian ini juga didukung teori yang menyatakan bahwa perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya rasio PBV-nya mencapai di atas satu, sehingga semakin besar rasio PBV semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal (investor) dan berdampak semakin meningkatnya *return* saham perusahaan. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan temuan Siddharta Utama dan Anto Yulianto Budi Santoso (1998) yang menunjukkan bahwa PBV berhubungan negatif dengan *return* saham. Perbedaan hasil penelitian ini antara lain terletak

pada periode pengamatan (hanya pada periode pengamatan 31 Desember 1995) dengan sampel sebanyak 118 perusahaan, dan data yang digunakan adalah *cross-section*. Sedangkan dalam penelitian ini menggunakan data *time-series* triwulanan ($n = 27$) maupun *cross-section* (30 perusahaan). Hasil ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan dinilai oleh investor relatif lebih tinggi daripada nilai bukunya (rata-rata sebesar 1.30856 seperti ditunjukkan dalam lampiran 10); sehingga berpengaruh positif terhadap *return* saham.

3. Variabel inflasi signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical* di BEJ. Hasil penelitian ini sebagian saham konsisten dengan temuan Enny Pudyastuti (2000) yang menunjukkan bahwa enam saham (dari 30 sampel perusahaan sektor *basic industry and chemical*) tingkat inflasi mempunyai hubungan signifikan positif dengan *return* saham, dan hanya dua saham mempunyai hubungan yang negatif. Adapun periode pengamatan yang digunakan oleh Enny Pudyastuti (2000) hanya terbatas pada pengamatan tahunan 1997-1999, dan perhitungan *return* dilakukan secara individual. Tetapi, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan temuan Adler Manurung (1994) yang menunjukkan bahwa rata-rata *rate of return* dari investasi saham di JSE (*Jakarta Stock Exchange*) sebesar 1,39% di bawah rata-rata perubahan tingkat inflasi (*consumer price index/ CPI*) di Indonesia, dan semua investasi berhubungan negatif dengan inflasi kecuali untuk pasar uang. Perbedaan hasil penelitian ini disebabkan oleh periode pengamatan; dimana dalam penelitian ini periode pengamatannya

jauh lebih panjang jika dibanding dengan penelitian yang dilakukan oleh Adler Manurung (1994) yang mengamati periode 1980-1992 secara tahunan. Pada periode tersebut (1980-1992) kondisi ekonomi (dalam hal ini inflasi) dan pasar modal di Indonesia jelas berbeda dengan periode penelitian ini (1993-2000). Pada periode 1980-1992 kondisi ekonomi Indonesia (inflasi) relatif stabil; sedangkan pada periode 1993-2000 relatif tidak stabil. Demikian pula kondisi pasar modal Indonesia (terutama jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ) pada periode 1980-1992 jauh lebih sedikit dibanding periode 1993-2000. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan Indi Sutopo & Sudarto (1999) yang menunjukkan bahwa inflasi mempunyai pengaruh negatif yang kuat terhadap *return* pasar. Data yang digunakan oleh Indi Sutopo & Sudarto (1999) juga *time-series* bulanan sejak Januari 1995 sampai dengan Desember 1997 ($n = 36$) dan *cross-section* sejumlah 34 perusahaan yang termasuk dalam kategori *the biggest market capitalization*. Perbedaan hasil penelitian dengan temuan Indi Sutopo & Sudarto (1999) terletak pada pemilihan sampel; dimana sampel yang digunakan oleh Indi Sutopo & Sudarto (1999) adalah perusahaan dengan kategori *the biggest market capitalization*; sedangkan dalam penelitian ini menggunakan sampel perusahaan di sektor *basic industry* dan *chemical*. Sepanjang periode pengamatan (triwulan 3-1993 s/d triwulan 3-2000) rata-rata peningkatan inflasi sebesar 2,02519; dan rata-rata kenaikan *return* saham sebesar 0,146664. Dengan demikian peningkatan inflasi juga akan meningkatkan *return* saham di sektor *basic industry & chemical*. Koefisien

arah positif mengindikasikan bahwa semakin tinggi inflasi, maka *return* saham sektor *basic industry & chemical* meningkat. Hal ini sesuai dengan sampel dalam penelitian ini, dimana beberapa perusahaan sebagian produknya merupakan produk ekspor. Pada saat inflasi dalam negeri meningkat, daya beli pasar domestik menurun, dan pada saat yang sama perusahaan meningkatkan ekspornya. Dengan meningkatnya ekspor, maka harga saham perusahaan tersebut terdorong naik, sehingga *return* saham juga meningkat. Dalam penelitian ini sahamnya juga terdaftar di bursa internasional, seperti New York Stock Exchange (NYSE), bursa Jepang, Singapore dan lainnya. Dengan terdaftar di bursa internasional, maka saham-saham tersebut lebih banyak dipengaruhi oleh pasar internasional, sehingga inflasi di dalam negeri justru akan meningkatkan harga saham (dalam satuan mata uang rupiah). Perbedaan hasil penelitian juga disebabkan oleh periode pengamatan, dimana periode pengamatan yang digunakan oleh Indi Sutopo & Sudarto (1999) tiga tahun (1995-1997) secara bulanan; sedangkan dalam penelitian ini periode pengamatannya jauh lebih panjang (1993-2000) secara triwulanan. Perbedaan periode pengamatan ini terutama pada periode 1995-1997, dimana tingkat inflasi relatif stabil; sedangkan pada periode 1998-2000 relatif tidak stabil. Dengan perbedaan periode pengamatan tersebut, maka menghasilkan temuan yang berbeda pula. Jika dilihat dari periode penelitian, maka hasil penelitian ini lebih dapat digunakan sebagai dasar untuk mengambil keputusan investasi

di pasar modal Indonesia. Namun hasil penelitian ini juga hanya terbatas pada sampel yang digunakan.

4. Variabel nilai tukar rupiah terhadap US dolar juga signifikan berpengaruh (negatif) terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan temuan Adler Manurung (1994) dan Setyorini & Supriyadi (2000). Adler Manurung (1994) tidak dapat menemukan hubungan atau pengaruh antara nilai tukar (US Dollar) dengan *return* saham. Demikian juga hasil penelitian Setyorini dan Supriyadi (2000) menunjukkan bahwa IHSG berpengaruh negatif terhadap kurs rupiah terhadap dolar AS; bukan sebaliknya. Perbedaan hasil penelitian yang dilakukan oleh Adler Manurung (1994) antara lain disebabkan oleh periode pengamatan (1980-1992) secara tahunan. Sedangkan periode pengamatan dalam penelitian ini justru setelah periode tersebut (1993-2000) secara triwulanan. Dengan perbedaan periode pengamatan tersebut menghasilkan temuan yang berbeda; terutama untuk variabel nilai tukar dan IHSG. Nilai tukar Rp/US\$ pada periode 1980-1992 berada di bawah Rp 2000 per US\$ 1. Sedangkan sejak triwulan 3-1993 kurs Rp/US\$ sebesar Rp 2108 per US\$ 1; bahkan sejak akhir (triwulan 4) 1997 sebesar Rp 4650 per US\$ 1; dan sejak awal (triwulan 1) 1998 sebesar Rp 8325 per US\$ 1. Sementara IHS sektor *basic industry & chemical* pada periode tersebut sebesar 139,823 (pada triwulan 3-1993); IHS sebesar 57,083 (pada triwulan 4-1997) dan 73,883 (pada triwulan 1-1998). Sepanjang periode pengamatan (triwulan 3-1993 s/d triwulan 3-2000) rata-rata depresiasi rupiah terhadap dolar Amerika Serikat

sebesar $-0,000013$; sedangkan rata-rata IHS meningkat sebesar $0,0203$ atau rata-rata peningkatan *return* sebesar $0,146664$. Hal ini menunjukkan bahwa melemahnya nilai rupiah terhadap dolar Amerika Serikat justru meningkatkan IHS sektor *basic industry & chemical*. Dengan demikian nilai tukar Rp/ US\$ berpengaruh negatif terhadap *return* saham sektor *basic industry & chemical*. Demikian pula perbedaan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Setyorini dan Supriyadi (2000) juga terletak pada periode pengamatan. Namun, hasil penelitian ini didukung oleh teori yang menyatakan bahwa melemahnya nilai rupiah terhadap dolar Amerika Serikat memberikan pengaruh negatif terhadap pasar ekuitas, karena menyebabkan pasar modal menjadi tidak mempunyai daya tarik. Hal ini menyebabkan investor beralih ke pasar uang, karena *return* (keuntungan) yang diperoleh di pasar uang ternyata lebih besar daripada di pasar modal.

5. Selanjutnya, faktor-faktor fundamental (ROA, dan PBV) dan risiko ekonomi (inflasi dan nilai tukar rupiah terhadap US dolar) secara bersama-sama signifikan berpengaruh terhadap *return* saham. Hal ini ditunjukkan dengan hasil F-test diperoleh F-hitung sebesar 5.788 (signifikansi 0.002). Berdasar hasil pengujian tersebut, maka faktor fundamental dan risiko ekonomi yaitu ROA, PBV, inflasi, dan nilai tukar Rp/ US\$ terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham selama periode 1993-2000. Dengan demikian ke-empat variabel independen ini bermanfaat bagi para analis dan

investor untuk memprediksi *return* saham di BEJ terutama untuk sektor *basic industry* dan *chemical*.

4.6. Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

- Berdasarkan hasil uji normalitas data yang dapat dilihat dari rasio *skewness* masing-masing variabel, ternyata hanya dua variabel yang terdistribusi secara normal yaitu variabel PBV dan nilai tukar masing-masing sebesar 1.500 dan -1.134. Sedangkan variabel yang lain (ROA, Inflasi dan *Return*) mempunyai rasio *skewness* masing-masing sebesar -2.971, 8.516, 9.132. Karena ke-tiga variabel tersebut mempunyai rasio *skewness* diatas ± 2 maka dapat dikatakan bahwa ke-tiga variabel tersebut tidak terdistribusi secara normal. Sehingga asumsi kenormalan dalam regresi linear tidak dapat dipenuhi.
- Periode pengamatan dalam penelitian ini relatif pendek (dari laporan quarter 3 tahun 1993 hingga laporan quarter 3 tahun 2000). Keterbatasan ini disebabkan karena data sebelum quarter 3 tahun 1993 dan data setelah quarter 3 tahun 2000 tidak dapat diperoleh pada saat penelitian, sehingga hanya diperoleh $n = 29$ pengamatan. Setelah dilakukan uji *z-score* untuk melihat *outlier*, maka laporan *quarter* 1 dan *quarter* 2 tahun 1998 dikeluarkan dari periode pengamatan karena mempunyai nilai *z-score* diatas 1.96 (level signifikansi 0.05). Dengan demikian periode pengamatan dalam penelitian ini hanya 27 (n

- = 27). Karena keterbatasan inilah maka hasilnya pun juga tidak dapat digeneralisasi untuk saham-saham lain yang terdaftar dan aktif di BEJ; terlebih data yang disajikan oleh *JSX Statistic* hanya terbatas pada rasio-rasio keuangan tertentu. Untuk penelitian lebih lanjut perlu dikembangkan variabel-variabel fundamental lainnya dengan periode pengamatan yang lebih panjang.
- Dengan keterbatasan rasio keuangan yang disajikan oleh *JSX Statistics*, maka rasio tersebut belum dapat mencerminkan faktor fundamental secara menyeluruh, terbukti model tersebut hanya mampu menjelaskan 42,4% *return* saham. Oleh karena itu, perlu dilakukan perluasan penelitian faktor fundamental lainnya dan faktor teknikal lain (seperti Claude *et al.*, 1996) dan tidak hanya didasarkan pada data sekunder yang diterbitkan oleh *JSX Statistics*; tetapi perlu dilakukan penelitian data primer.
 - Sample yang diambil dalam penelitian ini hanya perusahaan sektor *basic industry and chemical* sebanyak 30 emiten yang selama periode pengamatan selalu memberikan laporan interim; sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasi untuk semua jenis perusahaan yang terdaftar di BEJ. Barangkali akan memberikan hasil yang lebih baik dan dapat digeneralisasi apabila sample yang diambil semua perusahaan yang aktif dan terdaftar di BEJ.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel perusahaan kelompok *Basic Industry & Chemical* yang terdaftar dan sahamnya aktif diperdagangkan di BEJ serta selama periode pengamatan (triwulan 3-1993 sampai dengan triwulan 3- 2000) perusahaan tersebut selalu aktif menyajikan laporan keuangan interim (laporan triwulanan). Berdasar kriteria ini perusahaan yang menjadi sampel penelitian berjumlah 30 saham dengan periode pengamatan 27 triwulan.

Berdasar hasil pengujian hipotesis pertama (H1) menunjukkan bahwa faktor fundamental (ROA dan PBV) mempunyai koefisien arah positif; sedangkan risiko ekonomi variabel nilai tukar mempunyai koefisien arah negatif dan variabel inflasi mempunyai koefisien arah positif.

Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa variabel ROA, PBV, Inflasi, dan Nilai Tukar mempunyai pengaruh signifikan secara parsial pada level 5% terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical* di BEJ. Demikian pula berdasar hasil uji-F menunjukkan bahwa F-hitung 5.788 ($p < 0.002$) lebih besar dari nilai F-tabel, maka variabel independen (ROA, PBV, Inflasi, dan Nilai Tukar) secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

Hasil pengujian terhadap hipotesis kedua (H2a) menunjukkan bahwa *ROA* berpengaruh dominan terhadap *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*. Hasil tersebut ditunjukkan dengan nilai beta standar sebesar 1.268 yang merupakan nilai tertinggi dibanding dengan variabel lainnya. Dari hasil tersebut mengindikasikan bahwa dalam jangka panjang investor lebih mempetimbangkan *ROA* (faktor fundamental) daripada faktor lainnya dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.


Hasil estimasi regresi menunjukkan bahwa *adjusted R-square* dan koefisien korelasi masing-masing sebesar 0.424 dan 0.716, yang berarti bahwa ke-empat variabel independen yang ada pada model regresi hanya mampu menjelaskan 42,4% terhadap pola perubahan *return* saham perusahaan kelompok *basic industry & chemical*, dan sisanya (57,6%) tidak terjelaskan. Sementara itu, hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen mempunyai hubungan yang cukup tinggi (71.6%). Dengan demikian faktor fundamental (*ROA* dan *PBV*) dan risiko ekonomi (inflasi dan nilai tukar) mempunyai kontribusi yang rendah dalam menjelaskan *return* saham bagi sektor *basic industry & chemical* di BEJ.

5.2. Saran

Berdasarkan hasil pengujian terhadap ke-tiga hipotesis tersebut terdapat dua variabel yang menunjukkan hasil yang berbeda dengan peneliti sebelumnya yaitu variabel inflasi dan nilai tukar. Mengingat keterbatasan-keterbatasan dalam

penelitian ini, disarankan agar dilakukan perluasan penelitian baik yang berhubungan dengan faktor fundamental maupun teknikal lainnya. Perluasan penelitian faktor fundamental tidak hanya didasarkan pada data sekunder yang diterbitkan oleh JSX Statistic saja; tetapi perlu dilakukan penelitian yang didasarkan pada data primer. Di sisi lain, faktor teknikal dalam penelitian ini hanya terbatas pada dua risiko ekonomi yaitu inflasi dan nilai tukar; sementara masih terdapat faktor teknikal lainnya yang mungkin lebih bermanfaat untuk memprediksi *return* saham di BEJ. Faktor teknikal yang perlu diteliti antara lain yang berhubungan dengan risiko politik dan finansial (seperti Claude *et al.* 1996). Penelitian lanjutan lebih bermanfaat jika sampel penelitiannya diperbanyak (misalnya *full* sampel saham yang terdaftar di BEJ); tentunya diikuti dengan periode pengamatan yang lebih panjang lagi. Disamping itu perlu adanya pemisahan dalam analisis untuk faktor fundamental dan faktor teknikal, mengingat faktor fundamental datanya dibatasi oleh periode publikasi laporan keuangan perusahaan; sementara faktor teknikal perubahannya lebih bersifat temporer (seperti pola perubahan harga saham). Dengan pemisahan analisis tersebut, mungkin akan lebih bermanfaat bagi para investor (terutama para pelaku pasar modal yang menanamkan dananya secara harian).

Referensi

- Adler Manurung. (1994). *"Rates of return on Stock, Inflation and Money Market Returns: an Indonesian Case Study, 1980-1992"*. The Indonesian Journal of Accounting and Business Society. Vol. 2, No. 2, December: pp. 200-219.
- Batiz, Fransisco L. Rivera and Batiz, Luis Rivera. (1985). *"International Finance and Open Economy Macroeconomics"*. Macmillan Publishing Company-New York and Collier Macmillan Canada, Inc.
- Claude; Campbell Harvey; and Tadas Viskanta. (1996). *"Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk"*. Financial Analysts Journal Nov-Dec: pp. 29-45.
- Deakin Edward B. (1976). *"Distributions of Financial Accounting Ratios: Some Empirical Evidence"*. The Accounting Review, January: pp.91 – 96.
- Enny Pudyastuti. (2000). *"Analisis Pengaruh Return Pasar, Inflasi, Suku Bunga Deposito terhadap Return Saham Individu pada Industri Dasar & Kimia yang Terdaftar di BEJ 1997-1999"*. Tesis Program MM Undip, Semarang.
- Fabozzi, Frank J. (dalam Tim Penterjemah Salemba Empat). (1999). *"Manajemen Investasi"*. Salemba Empat dan Simon & Schuster Pte.Ltd. Prentice-Hall.
- Ferson, Wayne E.; and Campell, R. Harvey .(1996). *"Fundamental Determinants of National Equity Market Returns: A Perspective on Country Risk and Asset Pricing"*. Journal of Banking and Finance, forthcoming.
- Francis, Jack Clark. (1988). *"Investment: Analysis and Management"*. Fourth Edition. McGraw-Hill International-Finance Series.
- Indi Sutopo & Sudarto. (1999). *"Analisis Pengaruh Inflasi terhadap Return Saham dalam penentuan Portofolio Optimum Model Indeks Tinggi"*. Jurnal Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi. Vol. 1, No. 1, Januari: pp. 1-13.
- Jogiyanto, H.M. 1998. *"Teori Portofolio dan Analisis Investasi"*. Edisi Pertama. BPFE UGM. Yogyakarta.
- Lau Hon-Shiang, Lau Amy Hing-Ling and Gribbin Donald W. (1995). *"On Modeling Cross Sectional Distributions of Financial Ratios"*. Journal of Business Finance of Accounting, 22 (4), June: 521-549.
- Machfoed, Mas'ud. (1994). *"Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia"*. Kelola, No.7/III/1994: pp. 114-134. 

- Marzuki Usman dkk. (1990). **"ABC Pasar Modal Indonesia"**. Institut Bankir Indonesia dan Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia. Jakarta.
- Nopirin. (1996). **"Ekonomi Moneter"**. Edisi Pertama. BPFE UGM. Yogyakarta.
- Rina Trisnawati. (1999). **"Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal"**. Simposium Nasional Akuntansi II dan Rapat Anggota II. IAI, Kompartemen Akuntan Pendidik, 24-25 September: pp. 1-13.
- Robbert Ang. 1997. **"Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia"**. Mediasoft Indonesia.
- Salvatore (dalam Haris Munandar). (1997). **"Ekonomi Internasional"**. Edisi Kelima. Penerbit Erlangga: Jakarta.
- Sawidji Widoadmodjo. (1996). **"Cara Sehat Investasi di Pasar Modal"**. PT Jurnalindo Aksara Grafika. Jakarta.
- Shahib Natarsyah. (2000). **"Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistemik Terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Public di Pasar Modal Indonesia"**. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 15, No. 3: pp. 294-312.
- Setyorini dan Supriyadi. (2000). **"Hubungan Dinamis antara Nilai Tukar Rupiah dan Harga Saham di Bursa Efek Jakarta Pasca Penerapan Sistem Devisa Bebas Mengambang"**. Simposium Nasional Akuntansi III. IAI-Kompartemen Akuntan Pendidik. Agustus: pp. 771-793.
- Sufiyati dan Ainun Na'im. (1998). **"Pengaruh Leverage Operasi dan Leverage Finansial terhadap Risiko Sistemik Saham: Studi pada Perusahaan Publik di Indonesia"**. JEBI, Vol. 13, No. 3: pp. 57-69.
- Syafaruddin Alwi. (1994). **"Alat-alat Analisis dalam Pembelanjaan"**. Andi Offset. Yogyakarta.
- Teguh Prasetyo. (2000). **"Analisa Rasio Keuangan dan Nilai Kapitalisasi Pasar sebagai Prediksi Harga Saham di BEJ pada Periode *Bullish* dan *Bearish*"**. Simposium Nasional Akuntansi III. IAI-Kompartemen Akuntan Pendidik. Agustus: pp. 652-695.
- , 1999. **Standar Akuntansi Keuangan 1 Juni 1999**. Salemba Empat. Jakarta.